

UNIVERSITÉ DE PARIS — FACULTÉ DE DROIT

LE BON DU TRÉSOR

DANS LA POLITIQUE FINANCIÈRE MODERNE

THÈSE POUR LE DOCTORAT EN DROIT

Présentée et soutenue le 7 décembre 1943

PAR

Henri MALEPRADE

Président : M. LAUFENBURGER, professeur.

Suffragants } *MM. LHOMME, professeur.*
 } *MARGHAL, professeur.*

P A R I S
LIBRAIRIE GÉNÉRALE DE DROIT ET DE JURISPRUDENCE
R. PICHON ET R. DURAND-AUZIAS
20, Rue Soufflot, 20
1944

THÈSE POUR LE DOCTORAT

La Faculté entend ne donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses : ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

UNIVERSITÉ DE PARIS — FACULTÉ DE DROIT

Nom du candidat : Maleprade.

Prénom : Henri.

Date de la soutenance : 7 décembre 1943.

Numéro d'ordre : 136.

1

MALEPRADE (Henri). —

Le bon du Trésor dans la politique financière moderne. —

Paris, Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, 1944, in-8°, 232 p., 2 fig., 1 h. t.

(Thèse de Droit. Paris, 1943, n° 136).

2

MALEPRADE (Henri). —

Le bon du Trésor dans la politique financière moderne. —

Paris, Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, 1944, in-8°, 232 p., 2 fig., 1 h. t.

(Thèse de Droit. Paris, 1943, n° 136).

3

MALEPRADE (Henri). —

Le bon du Trésor dans la politique financière moderne. —

Paris, Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, 1944, in-8°, 232 p., 2 fig., 1 h. t.

(Thèse de Droit. Paris, 1943, n° 136).

4

MALEPRADE (Henri). —

Le bon du Trésor dans la politique financière moderne. —

Paris, Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, 1944, in-8°, 232 p., 2 fig., 1 h. t.

(Thèse de Droit. Paris, 1943, n° 136).

Digitized by the Internet Archive
in 2026

UNIVERSITÉ DE PARIS — FACULTÉ DE DROIT

LE BON DU TRÉSOR

DANS LA POLITIQUE FINANCIÈRE MODERNE

THÈSE POUR LE DOCTORAT EN DROIT

Présentée et soutenue le 7 décembre 1943

PAR

Henri MALEPRADE

Président : M. LAUFENBURGER, professeur.

Suffragants { *MM. LHOMME, professeur.*
MARCHAL, professeur.

P A R I S
LIBRAIRIE GÉNÉRALE DE DROIT ET DE JURISPRUDENCE
R. PICHON ET R. DURAND-AUZIAS
20, Rue Soufflot, 20
1944



INTRODUCTION

La vie des Nations modernes est constamment mise en péril par de grands bouleversements mondiaux, tels que les guerres ou les crises économiques, qui menacent la structure même de la Société.

L'État est de plus en plus obligé d'intervenir pour assurer au citoyen, en toutes choses, un minimum d'ordre et de protection. Parmi les moyens dont il dispose, l'action de sa politique financière est certainement l'un des plus puissants. Par l'orientation et la gestion des dépenses publiques, il trace le cadre de ses obligations et définit leur mesure. Par le choix et l'aménagement des ressources qui doivent y faire face, il répartit la charge imposée à chacun et offre un emploi à l'épargne. Grâce au jeu de ces divers éléments, la politique financière fait sentir son action à tous les degrés de la vie nationale. Elle commande le bien-être du foyer et la prospérité de l'entreprise, soit par ce qu'elle retient du salaire ou du profit, soit par ce qu'elle rémunère comme services ou prestations matérielles. Elle restreint également le champ des activités privées indépendantes, en organisant des services publics avec ou sans monopole, en exerçant un contrôle de certaines productions ou transactions, enfin en proposant aux initiatives particulières une utilisation publique par l'offre des conditions les meilleures.

La politique financière s'incorpore ainsi étroitement à la vie économique. Menée avec facilité, sans souci de couvrir les dépenses publiques à l'aide de ressources normales, elle conduit à l'inflation, à la hausse des prix et aux accidents monétaires. Si elle observe avec rigueur les règles traditionnelles de bonne gestion — en réalisant l'équilibre du budget par des compressions de dépenses, en aménageant la dette ancienne et utilisant avec modération le crédit —, la déflation s'ensuivra, tendant à entraîner une baisse des prix, ainsi que le redressement de la monnaie et la prospérité

de l'Économie. A l'inverse, les faits économiques réagissent sur la situation financière. Les variations du niveau des prix et de la production exercent leur action sur le volume des transactions et sur l'accroissement des richesses privées, elles affectent par cela même les facultés contributives des habitants et la force de leur épargne.

Cette interdépendance des phénomènes économiques et des pratiques financières se marque à l'époque moderne dans tous les pays civilisés. Malgré les différences de structure, leur politique financière repose dans l'ensemble sur des éléments comparables. Chez tous se retrouvent les mêmes obligations de dépenses : Défense Nationale, Police et Justice, Éducation Nationale, Charges de la Dette, etc... Une fiscalité frappant les consommations, le revenu (salaire ou profit) et le capital, au moins sous forme d'impôt des successions. Enfin des ressources obtenues par l'appel au crédit, les emprunts à long ou court terme étant utilisés dans une proportion relative très variable et selon des modalités techniques extrêmement diverses.

Cependant, malgré ce caractère commun, il est nécessaire que la politique financière s'adapte aux conditions propres de chaque pays. D'abord aux conditions économiques qui sont différentes suivant que la production se caractérise par une prépondérance de l'Industrie, du Commerce ou de l'Agriculture. Suivant que très spécialisée ou au contraire polyvalente, elle est plus ou moins sensible aux crises et qu'elle dépend plus ou moins de matières premières venant de l'extérieur. Enfin, selon la structure même de l'ensemble des entreprises, leur degré de concentration et l'état d'appropriation des moyens de production qui déterminent la forme sous laquelle se présente la richesse du pays. Les conditions sociales de sa répartition sont également un élément dont la politique financière doit tenir compte. La manière dont cette richesse pourra être utilisée pour satisfaire aux besoins de la Collectivité dépend d'un certain nombre d'éléments : c'est d'abord l'état démographique et l'équilibre relatif des classes de la Société, le rapport du prolétariat aux familles possédantes, l'existence d'une puissante classe moyenne ; c'est ensuite la structure des institutions, les traditions politiques et les mœurs des habitants ; enfin les qualités d'une race soit pratique et flegmatique, soit cohérente et animée

d'une grande force morale ou laborieuse et économe mais émotive.

Le prélèvement de l'État sur cette richesse ne pourra être effectué par le simple jeu de la fiscalité. L'énorme accroissement des besoins publics à l'époque moderne, encore aggravé dans les périodes de crise, dépasse les possibilités de rendement des ressources normales. La fiscalité ne peut excéder certaines limites, sous peine de devenir étouffante et de détruire chez l'individu l'intérêt d'accentuer son effort, afin d'obtenir plus de ressources qu'il ne lui est nécessaire pour couvrir ses besoins courants.

L'État doit donc recourir au crédit et proposer à l'épargne ainsi qu'aux capitaux momentanément disponibles un emploi rémunérateur. Cette nécessité a conduit la plupart des États modernes à étendre leur contrôle sur le crédit en développant ses formes publiques au détriment des emplois privés. L'insécurité des relations internationales et les troubles économiques les ont obligés à faire une plus large place aux emprunts à court terme et à exercer un contrôle de l'organisation bancaire.

Ainsi le bon du Trésor, modalité de crédit à court terme, a pris une importance de plus en plus considérable, principalement en France où les détenteurs de capitaux conservent l'initiative de leur libre disposition. Il a été d'abord utilisé comme moyen de Trésorerie, destiné à procurer des ressources momentanées, en attendant que se réalise une adaptation des recettes normales aux dépenses publiques. Son succès dans le public conduisit l'État à en faire un procédé de financement des dépenses exceptionnelles de guerre, de même nature mais parfois d'efficacité plus grande que les emprunts à long terme. Enfin, dans les périodes de crise grave, où la production n'est plus adaptée à la consommation, il a pu être dans une certaine mesure un instrument d'équilibre économique.

Mais la séparation entre ces trois aspects est assez théorique, l'usage du bon résulte en fait de l'adaptation de la politique financière aux circonstances de temps et de lieu, de sorte que l'une de ces modalités caractéristiques de l'emploi du bon est amenée parfois à prendre le pas sur les deux autres.

PREMIÈRE PARTIE

LE BON DU TRÉSOR — MOYEN DE TRÉSORERIE

L'État doit être en mesure de faire face à toute époque et en tous lieux à ses obligations. Le Trésor a pour rôle d'assurer continuellement cet ajustement des ressources aux dépenses. C'est donc pour lui une nécessité permanente d'avoir des disponibilités de caisse immédiatement utilisables.

Déjà sous l'ancien régime, le crédit à court terme avait été employé à cette fin sous de multiples formes.

C'est ainsi qu'au siècle de Louis XIV fut instituée une Caisse des Emprunts qui servait un intérêt fixe au déposant, auquel elle remettait un engagement écrit lui reconnaissant la faculté d'effectuer à vue le retrait de ses deniers, ce qui a permis de dire que Colbert, en créant cet organisme, inventa le bon du Trésor (1).

En fait, son origine remonte à l'ordonnance du 4 août 1824 par laquelle le Baron Louis institua sous le nom de « bons royaux » des titres de dette à court terme dont l'émission était limitée à un certain chiffre.

Dans son discours du 27 juillet 1882 — traditionnellement cité — Léon Say se plaint que depuis quelques années on n'ait plus recours aux bons du Trésor dont il expose devant la Chambre des Députés tout l'avantage : sensibilité extraordinaire qui permet à l'État, en élevant légèrement le taux de l'intérêt, d'obtenir immédiatement des ressources abondantes ; le placement sûr qu'ils représentent pour ces capitaux en attente d'un emploi définitif et

(1) C. J. GIGNOUX. *Monsieur Colbert*, Grasset, 1941.

qui auraient tendance à venir grossir à la Bourse la masse des disponibilités flottantes placées en reports.

Très vite, avec le développement moderne du crédit, le bon du Trésor est devenu une ressource stable, à gros rendement, d'efficacité immédiate et assurant ainsi à l'État une aisance de caisse indispensable à la continuité de son action.

CHAPITRE PREMIER

LE TITRE

Le bon du Trésor à court terme est un instrument de crédit d'une espèce particulière. Il peut être défini : un effet sur le Trésor Public, payable à courte échéance, soit à date fixe, soit au jour fixé par le prêteur lors de la souscription, portant un intérêt en général payé d'avance et dont le taux varie selon la durée du prêt, le degré de sécurité du crédit de l'État et la plus ou moins grande abondance de capitaux.

C'est un engagement public et en raison même de la qualité de l'emprunteur les règles juridiques d'usage courant pour les titres de prêt à court terme ne peuvent pas être toujours appliquées. Les contestations entre les porteurs de bons et le Trésor sont portées soit devant le Ministre des Finances, soit devant le Conseil d'État.

Par contre, pour tous les autres litiges, le bon est assimilé à un effet de commerce. Non seulement il se rapproche de l'effet commercial par sa forme matérielle, mais aussi par sa nature même. Libellé comme lui en monnaie, il n'est pas susceptible de négociation en bourse, il suit exactement les variations de l'unité monétaire. Il se distingue ainsi des obligations de sociétés qui subissent les fluctuations de la cote des valeurs. Aussi figure-t-il au bilan des Banques de Dépôt au même poste de l'actif que les effets de commerce.

§ 1. — Nature de l'effet.

Le titre remis au souscripteur comprend essentiellement une promesse de payer :

« A ... de date, le Trésor Public payera la somme de ... francs au porteur ou à l'ordre de ... ».

Les bons du Trésor Public français sont émis d'une manière permanente, c'est-à-dire qu'ils sont à échéance journalière.

Deux types de formules sont utilisés : des formules dites de « bons ordinaires », dont le montant (100.000 francs au minimum et tous multiples de 50.000 francs) et la durée (75 à 105 jours) ne sont pas fixes et qui sont réservées à la grosse clientèle et aux Banques ; des formules dont le montant (1.000, 5.000, 10.000 fr., etc...) et la durée (6 mois, 1 an, 2 ans) sont fixes et qui sont offertes à la clientèle générale. Pour les premières, les énonciations concernant la date d'émission, le montant et la durée du prêt sont portées à la main, lors de la délivrance du titre, par l'autorité qui détient à l'avance des formules en blanc et est habilitée à recevoir les fonds au nom du Trésor. Pour les autres, seule l'indication de la date d'émission est portée manuscritement ou au moyen d'un timbre, les autres mentions étant imprimées à l'avance sur les titres.

Par sa contexture, ce titre ne se différencie pas beaucoup d'un chèque ou même d'une lettre de change.

Des précautions spéciales ont été prises pour éviter les falsifications : le papier fiduciaire utilisé est soigneusement filigrané ; les risques d'erreur : le dessin ou la couleur diffèrent suivant le montant ou la durée de l'engagement ; les risques de perte ou de vol : les formules sont numérotées afin de permettre plus commodément l'identification des bons adirés. La formule se compose d'ailleurs de deux autres parties. D'abord une souche, qui est détachée du bon par l'émetteur lors de la délivrance du titre au souscripteur. Enfin un talon de contrôle, conservé par le Service des Émissions à Paris et qui sert éventuellement à vérifier l'authenticité du bon lors du remboursement.

Normalement, le titre est établi au porteur, ce qui présente le gros avantage de sauvegarder l'anonymat du souscripteur. Cette qualité le distingue évidemment des effets de commerce qui sont l'expression de relations essentiellement personnelles entre particuliers. Elle s'explique par sa qualité d'effet public, portant une signature indiscutable, et offert à tout prêteur. Elle est extrêmement appréciée par toute la clientèle, aussi bien de simples particuliers que de grandes entreprises. Aussi convient-il de prévoir un réseau de distribution assez étendu et convenablement approvisionné à l'avance de formules en blanc, afin d'éviter les démar-

ches inutiles ou la remise de certificats provisoires qui risqueraient de porter atteinte au principe absolu de l'anonymat.

Par contre, si le porteur le désire, comme les effets de commerce, le bon peut être assorti de garanties spéciales. Il peut être barré de la même façon qu'un chèque. Le barrement général le rend payable seulement à un banquier et le barrement particulier, avec désignation d'une banque, entre les deux barres, payable seulement au banquier désigné. Il peut faire l'objet d'une domiciliation à la Caisse d'un percepteur par exemple. Le remboursement ne pouvant être opéré qu'au lieu choisi, ce qui limite les risques du porteur en cas de dépossession. Si l'échéance tombe un jour férié, il est d'ailleurs normalement remboursable le lendemain de même qu'un effet ordinaire. Enfin, comme un chèque, il peut être transmis soit au porteur, par simple tradition manuelle, soit à l'ordre d'une personne dénommée. Il pourra alors circuler par voie d'endossements successifs portant mention du nom et de l'adresse de chaque bénéficiaire.

L'engagement est en principe de courte durée. Dans le bon de type classique, elle peut comprendre un nombre exact de jours depuis 75 jusqu'à 105. Et l'on se rapproche ainsi des conditions habituelles du papier bancable. Le bon de type courant, offert au public, a été prévu à des échéances de 1 à 12 mois, de 18 mois, de 2 à 3 ans. Actuellement, il n'existe qu'à 6 mois, 1 an et 2 ans.

Étant donné sa nature particulière d'effet public, le bon n'est évidemment pas assujéti au droit de timbre qui frappe les effets ordinaires. Mais il réalise un placement au Trésor qui est encouragé par l'exemption des impôts sur les valeurs mobilières et de l'impôt général sur le revenu.

Cette exonération qui n'existe pas en Angleterre, a été fortement critiquée à une certaine période, car elle donnait à la fraude fiscale, notamment en matière de revenus de valeurs mobilières, une arme redoutable. Des officines spécialisées se chargeaient de procurer aux fraudeurs les bons nécessaires aux justifications qui leur étaient demandées. L'institution du bordereau de coupons a réduit les possibilités de telles combinaisons.

Cependant, le bon n'est pas absolument exempt de toutes critiques ; il sert parfois à constituer fictivement certaines réserves exo-

nées ou à soustraire à l'impôt par le jeu d'habiles ouvertures de crédit certains revenus. L'importance de ces évasions ne doit pas être exagérée. Et si l'on tient compte du fait que les gros détenteurs de bons : Banques et Sociétés, ne sont pas assujettis à l'impôt général sur le revenu, l'exemption n'avantage là que les petits porteurs dont le Trésor, surtout en période de crise, a intérêt à se ménager la clientèle. Il semble donc qu'il ne serait pas sans risque, pour mettre fin à des pratiques qui procèdent d'une longue habitude, de supprimer un privilège fiscal qui se traduit en fin de compte par une majoration de l'intérêt réellement servi par le Trésor au prêteur.

§ 2. — Taux du prêt.

Le taux nominalemeut prévu est fixé par arrêté du Ministre des Finances. Il est applicable, jusqu'à ce qu'une nouvelle décision intervienne, à tous les bons effectivement émis pendant la période où il était en vigueur, quelle que soit leur échéance.

En principe, il est au-dessous du taux de l'escompte commercial pour les très courtes échéances et s'élève en proportion de la durée du prêt. Mais cette règle logique n'a pas toujours été observée avant la guerre de 1914-1918.

C'est ainsi qu'à partir du 22 février 1910 il était de :

1 %	pour les bons de 1 à 3 mois,
2 %	» de 3 à moins de 6 mois,
1 %	» de 6 mois à 1 an.

Les taux de 1 ou 2 % sont courants dans cette période pour le 1 an, le taux de l'escompte de la Banque de France — l'un des plus bas de l'Europe — oscille autour de 3 %. Mais pendant la guerre de 1914-1918 le taux des bons à 1 an d'échéance par exemple s'éleva à 5 % et des taux onéreux furent ainsi pratiqués jusqu'en 1927.

Les taux actuels sont de :

75 à 105 jours.....	1 5/8 %
6 mois	1 3/4 %
1 an	2 1/4 %
2 ans	2 1/2 %

Il faut remarquer également dans ce barème que, malgré une progression des taux en fonction de la longueur des échéances, l'écart entre le taux du 1 an et celui du 2 ans n'est que de 1/4 de point, ce qui paraît faible pour rémunérer le prêt durant une période supplémentaire d'une année, alors que le décalage entre le 6 mois et le 1 an est d'un demi-point.

Les taux sont d'ailleurs établis en fonction des disponibilités du marché et de la valeur du crédit de l'État. Aussi peuvent-ils subir plusieurs modifications en cours d'année et atteindre des niveaux d'amplitude variable à des époques différentes.

Primitivement, l'intérêt était calculé lors de la souscription, liquidé sur le titre et additionné au capital pour déterminer la somme globale — comprenant le capital et les intérêts — qui serait effectivement remboursée à l'échéance. A partir de 1914, l'intérêt devint payable d'avance et déduit du montant de la somme versée par le prêteur lors de la souscription. Le taux réel du prêt se trouvait ainsi légèrement majoré. C'est le système de paiement qui est encore actuellement en usage.

Il pourrait être intéressant d'ailleurs de le perfectionner, afin d'attirer et de maintenir une clientèle stable, dans les périodes où le Trésor a de gros besoins de capitaux.

C'est ainsi qu'en 1918 un système de « tacite reconduction » avait été institué pour les titres à un mois d'échéance. Lorsqu'ils n'étaient pas présentés au remboursement, ces bons étaient considérés comme implicitement renouvelés pour une période d'égale durée comportant également un intérêt.

Il est possible d'envisager aussi une majoration de taux d'intérêt destinée à encourager le porteur à renouveler son titre à l'échéance et constituant ainsi une sorte de « prime de fidélité ».

Une modalité de ce genre a été adoptée en Belgique pour les certificats de Trésorerie à 5, 10, 15 ans d'échéance émis en 1942. Ces titres portent intérêt à 3 1/2 % l'an à partir du 1^{er} décembre 1942 et sont remboursables au gré du porteur avec une prime en capital de 1 % le 1/12/47, de 7 % le 1/12/52, enfin de 15 % du capital nominal le 1/12/57.

Bien qu'il n'ait jamais été utilisé pour les bons du Trésor, un système analogue existe en France pour les billets à ordre de la

Société Nationale des Chemins de fer français. Ces titres à trois mois donnent lieu en cas de renouvellement à un rappel d'intérêt pour la période écoulée qui majore le taux effectivement servi.

Dans les deux hypothèses, le prêteur est encouragé à laisser ses fonds investis, ce qui permet à l'emprunteur d'amorcer une consolidation.

§ 3. — Montant du titre.

Sous le régime antérieur à 1914, contrairement à ce qui est généralement admis, il existait des coupures d'un montant peu élevé : le minimum en a été de 500 francs à certaines époques et même de 100 francs.

Mais en fait, la clientèle était presque exclusivement constituée par les banques, les grandes entreprises, les chambres de commerce, les compagnies de chemins de fer qui souscrivaient des bons d'un montant élevé de 100.000 francs et 500.000 francs.

Les besoins du Trésor étaient alors modérés et le bon constituant pour ces organismes un placement de tout premier ordre, était fort recherché. Seuls les clients très sérieux à Paris ou en province étaient admis à souscrire et pour des quantités dont le maximum était déterminé pour chacun d'eux.

Au reste, l'émission ne faisait pas l'objet d'une publicité semblable à celle qu'elle devait connaître par la suite. Les bons étaient attribués dans le silence du cabinet soit sur demande des intéressés, soit en cas de difficultés de Trésorerie, après convocation des clients éventuels.

L'opération était ainsi simplifiée au maximum, réalisée à un taux très bas et sans l'intervention d'intermédiaires.

Cette procédure ancienne qui permettait au Trésor d'agir en grand seigneur, un peu à la manière de la Trésorerie britannique, fut encore utilisée au cours de l'année 1932, lorsque les bons du Trésor ordinaires recommencèrent à être émis après une éclipse de plusieurs années.

Dans le système actuel, la clientèle spéciale peut désormais souscrire sans aucun contingentement, aux bons du type classique. Ils sont émis pour une durée de 75 à 105 jours, en coupures

de 100.000 francs au minimum, ou d'un montant plus élevé par fraction de 50.000 francs.

Les bons offerts au public sans aucune limitation sont délivrés en coupures de :

1.000, 5.000, 10.000, 50.000, 100.000, 500.000, 1 million.

Les uns et les autres bénéficient maintenant de facilités de mobilisation absolument comparables à celles des effets de commerce.

§ 4. — Facilités de mobilisation.

Le porteur d'un bon peut obtenir, comme le porteur d'un effet, le paiement avant la date de remboursement de la somme libellée sur le titre, sous déduction des intérêts restant à courir et d'un droit de commission peu élevé.

Cette opération d'escompte est pratiquée par toutes les banques sur les bons qui sont à moins de trois mois de leur échéance. Elle a été rendue possible parce qu'à partir de 1914 la Banque de France admit à l'escompte certaines catégories de bons dont la durée n'excédait pas 90 jours. Mais ce n'était qu'une simple faculté de sa part et elle ne prenait ces bons que dans les limites du crédit d'escompte global qu'elle accorde à chaque établissement. C'est seulement avec l'intervention de la loi du 24 juillet 1936 que cette procédure s'étendit à l'ensemble des bons du Trésor sans qu'aucune restriction quantitative soit imposée aux établissements lors du réescompte. L'article 13 de la loi dispose en effet que tous les effets de la Dette flottante émis par le Trésor public sont acceptés à l'escompte par la Banque de France sans limitation à condition que le délai restant à courir jusqu'à leur échéance soit inférieur à trois mois.

L'escompte est calculé au taux normal des opérations d'escompte fixé par le Conseil Général de la Banque le jour de la réalisation de l'opération (actuellement 1,75 %), en fonction de la valeur nominale des bons présentés et d'après le nombre de jours restant à courir jusqu'à leur échéance. Le minimum est de huit jours.

Tout détenteur d'un bon à moins de trois mois et à plus de huit jours de son échéance, peut donc obtenir en quelque lieu qu'il se trouve la réalisation immédiate de la somme prêtée au Trésor,

sans que les frais de l'opération viennent compromettre l'avantage qu'il avait retiré de son placement. Par contre, s'il a également la possibilité de récupérer ses fonds à n'importe quelle époque de la vie du bon, cette opération risque pour lui d'être fort onéreuse, surtout s'il s'agit de bon de faible quotité. Les banques, en effet, ne sont guère disposées à reprendre les petites coupures qui multiplient pour elles les opérations de manipulation et représentent une immobilisation peu profitable. D'où la perception de courtages élevés sur le porteur de bons dans les opérations de reprise ou encore dans les opérations d'arbitrage qui sont couramment pratiquées.

Les bons en grosses coupures sont, par contre, plus favorablement traités parce que plus facilement mobilisables.

Pratiquement ceux-là seuls peuvent être négociés sur le marché monétaire à un taux satisfaisant dans les périodes d'argent abondant ou utilisés pour obtenir du crédit sur effets publics non bancaables, à des conditions parfois sévères mais cependant praticables.

Les établissements détenteurs de bons peuvent tout d'abord recourir à la Banque de France.

Une première facilité de caisse leur est accordée par la voie des avances, pour un délai minimum de 5 jours et maximum de 30 jours, sur les effets publics à échéance déterminée n'excédant pas 2 ans. Réservées aux seules banques françaises (1) et dans la limite d'un contingent global maximum dont le chiffre est déterminé en fonction de l'importance de chaque établissement, elles ne sont pas renouvelables, ce qui renforce encore l'étroitesse des possibilités qu'elles offrent (2).

La quotité du prêt, variable suivant le type de bon, est actuellement de :

— 97 % pour les bons du Trésor de 75 à 105 jours, à 6 mois et 1 an ;

— 95 % pour les bons du Trésor à 2 ans ;

(1) Actuellement les banques étrangères sont admises au régime des avances de 5 à 30 jours au même titre que les banques françaises.

(2) De nouvelles avances sur les mêmes bons peuvent toutefois être accordées après un délai de 24 heures.

— 94 % pour les B.D.N. à 3 ans qui n'ont plus que 2 ans à courir.

Ces avances sont peu onéreuses ; leur taux généralement égal au taux officiel de l'escompte est en effet actuellement de 1,75 %.

Les bons sont également admis, sans limitation quantitative, au régime normal des avances sur titres de la Banque de France. Mais les intérêts perçus par celle-ci sont fixés par le Conseil Général à un taux plus élevé, actuellement 3 %, qui rend évidemment la pratique de cette opération assez exceptionnelle.

Les sommes susceptibles d'être avancées sont limitées à un pourcentage moins élevé, de la valeur nominale des titres déposés en garantie, que dans le cas précédent, et qui varie suivant la proximité de leur échéance. Il est de :

— 80 % de la valeur nominale lorsque le délai restant à courir jusqu'à l'échéance est supérieur à 2 ans ;

— 90 % lorsque le délai est compris entre 1 an et 2 ans ;

— 95 % lorsque le délai restant à courir jusqu'à l'échéance est inférieur à 1 an.

Mais l'opération la plus originale et d'usage le plus courant, qui permette de mobiliser des bons du Trésor, est celle dite de « mise en pension ».

Elle consiste pour un établissement désirant obtenir des disponibilités en utilisant des bons de son portefeuille, à les vendre valeur du jour où il désire recevoir les fonds, en s'assurant simultanément leur rachat au même taux, valeur à sa convenance, c'est-à-dire en choisissant la date de rachat qui lui conviendra.

Les agios de l'opération sont décomptés au taux fixé sur le nombre exact de jours restant à courir aux bons jusqu'à l'échéance, comme s'il s'agissait d'un véritable réescompte définitif.

Prenons un exemple :

Soit une pension de 20 millions de bons venant à échéance le 23/9/44 faite par A chez B pour une durée de 7 jours du 23/2/43 au 2/3/43 au taux de 1 1/2 %.

Première opération. — Vente.

Le 23/2/43 A vend à B :

20 millions de bons du Trésor à échéance du 23/9/44.

Il va lui donner sa liasse de bons du Trésor et recevra en échange

une somme égale à leur valeur nominale, moins l'escompte à $1\frac{1}{2}\%$ calculé sur le nombre exact de jours restant à courir jusqu'à l'échéance des bons, soit du 23/2/43 au 23/9/44 sur 578 jours = 481.666 francs.

B paiera à A : $20.000.000 - 481.666 = 19.518.334$ francs.

Deuxième opération. — Rachat.

Le 23/43 B rendra à A :

20 millions de bons du Trésor à échéance du 23/9/44.

A devra lui payer en contre-partie une somme égale à la valeur nominale de ces titres, moins l'escompte à $1\frac{1}{2}\%$ calculé sur le nombre exact de jours restant à courir jusqu'à l'échéance des bons, soit du 23/43 au 23/9/44 sur 571 jours = 475.833 francs.

A remboursera à B : $20.000.000 - 475.833 = 19.524.167$ fr.

Cette opération lui aura coûté :

$19.524.167 - 19.518.334 = 5.833$ francs.

Ce qui revient en fait à avoir payé 7 jours d'intérêt au taux de $1\frac{1}{2}\%$ sur $20.000.000 = 5.833$ francs.

Cette somme représente l'intérêt que le prêteur a tiré de l'opération et inversement le sacrifice consenti par le porteur pour se procurer de l'argent frais sans aliéner définitivement ses titres.

Les calculs d'intérêts sont simples, ils ne font entrer en compte ni le taux d'émission, ni la valeur actuelle des bons.

Le taux pratiqué est variable avec la durée de la pension et fixé par le prêteur en fonction des conditions du marché monétaire.

Les principaux termes fixés aux pensions sont :

au jour le jour,

à 24 heures et 48 heures de préavis (dénouçable avant midi).

à échéances fixes,

pour une durée de 1, 2 et 3 mois.

Les pensions sont normalement à l'usage des sociétés ou des banques et pratiquées auprès des établissements de crédit. La Caisse des Dépôts admet également ces opérations, mais seulement pour une durée de 30 jours, renouvelable. En outre, son taux est généralement supérieur à celui pratiqué par les banques (en janvier 1943 il est de $2\frac{1}{8}\%$ alors que celui des banques s'échelonne entre $1\frac{1}{2}\%$ et 2%). Enfin, elle n'accepte que des bons dont le montant est égal ou supérieur à 1 million et présentés

seulement par des banques. Ainsi, grâce à l'importance des capitaux qu'elle gère, la Caisse des Dépôts occupe une situation dominante et l'on ne s'adresse à elle qu'en dernier lieu, lorsque les autres possibilités de trouver de l'argent frais ont été épuisées.

La nature juridique de la pension est mal déterminée et depuis longtemps diversement appréciée.

Certains auteurs pensent que cette opération est une vente à réméré. Mais alors que dans ce contrat la faculté de rachat a lieu moyennant le remboursement du prix principal de la chose, il en va autrement dans la mise en pension. Les effets sont restitués moyennant le paiement d'une somme qui représente, outre le montant initial du prix d'acquisition, les intérêts afférents à la jouissance des capitaux prêtés.

Pour d'autres, il s'agit effectivement d'un prêt et même d'un prêt sur nantissement. Cependant, aucune des formalités strictes du prêt sur gage ne se retrouve dans notre opération, ni les actes de constitution, ni les formalités de réalisation du gage en cas de non-paiement à l'échéance. En fait, l'affaire se règle par la simple remise d'un bordereau d'escompte du type habituel, dénommé « aval », mentionnant le reçu de la somme nette qui correspond à la valeur nominale de l'effet sous déduction de l'escompte. Lors du réescompte au terme fixé, le bordereau est présenté à l'escompteur et l'opération se dénoue selon la même méthode. L'effet est d'ailleurs durant l'opération la propriété de l'escompteur, car il fait l'objet d'un endossement en blanc translatif de propriété et au cas où le metteur en pension ne pourrait rembourser la somme prévue au terme fixé, il resterait entre ses mains comme s'il y avait eu un simple escompte. Enfin, différence de nature, alors que dans le prêt sur nantissement il n'est d'usage d'avancer qu'une quotité fixée entre les parties de la valeur du titre, afin de laisser au créancier une marge destinée à couvrir son risque, la pension porte sur la valeur intégrale de l'effet.

En réalité, si les systèmes d'avances pratiqués par la Banque de France sont bien des prêts sur nantissement, la pension se rapproche beaucoup plus de l'escompte. Elle pourrait être définie : une mise à l'escompte d'effets suivie d'une reprise par réescompte au même taux. Mais cette définition même n'est pas absolument

exacte. Il s'agit en fait d'une opération particulière échappant à une classification dans l'une des catégories juridiques déjà connues, d'un contrat nouveau *sui generis*.

La thèse du prêt sur nantissement vient cependant d'être adoptée par un arrêté du Conseil de Préfecture de la Seine du 26 janvier 1943, qui déclare que les pensions sont des opérations de prêts sur nantissement et que les intérêts prévus sont passibles de la taxe sur le chiffre d'affaires et de l'impôt sur les dépôts, créances et cautionnement.

La détermination de la nature juridique de l'opération n'est donc pas qu'une vaine querelle doctrinale. Si cette thèse était définitivement admise, elle ne manquerait pas de diminuer considérablement la pratique des pensions que les taxes fiscales rendraient beaucoup plus onéreuses. Leur taux, pour être rémunérateur, devrait s'élever jusqu'à 2,32 % afin de procurer un bénéfice à la Banque au moins égal à celui qu'elle réalise habituellement. Mais le metteur en pension ne pourrait évidemment payer ce taux puisqu'il est presque identique au taux de souscription des bons à un an qui ressort à 2,354 %. La différence d'intérêts qui permettait de part et d'autre le jeu de l'opération se trouverait donc presque entièrement annulée par les taxes fiscales. En outre, la Banque n'étant plus considérée comme véritable propriétaire des titres, de valeur incontestée, mis en pension auprès d'elle, se trouverait seulement créancière du metteur en pension avec le seul privilège résultant du gage qui lui aurait été remis. Ce risque particulier sur chaque client l'inciterait encore à réduire l'importance de cette opération. Or, les pensions portent actuellement sur un total approximatif de 6 milliards d'effets environ et représentent pour le marché une facilité de mobilisation très intéressante. De nombreuses sociétés privées ne prennent des bons à longue échéance que parce qu'elles savent qu'elles pourront à tout moment les revendre sur le marché ou les mobiliser directement pour une courte période grâce à la mise en pension.

Ainsi le mécanisme délicat du marché pourrait s'en trouver bouleversé et le placement régulier des bons dangereusement compromis.

CHAPITRE II

L'ACHETEUR

Le bon du Trésor en période normale n'est pas accessible à la clientèle du grand public, mais le mécanisme très souple d'émission qui a été mis au point permet d'atteindre cette clientèle en période de crise et de satisfaire rapidement ses demandes (1). Son organisation est dominée par le souci de servir l'acheteur en réduisant au minimum les formalités de souscription.

Le Service des Émissions, au Pavillon de Floré, qui est chargé de mettre les titres en circulation, approvisionne de formules en blanc les comptables publics, la Banque de France et les correspondants du Trésor. Ces correspondants avec lesquels le Trésor est en rapports directs comprennent les grands établissements de crédit à succursales multiples : le Crédit Lyonnais, la Société Générale, le Comptoir National d'Escompte, le Crédit Industriel et Commercial avec ses filiales, la Banque Nationale pour le Commerce et l'Industrie et le Crédit Commercial, ainsi que certaines banques régionales importantes, enfin les principales banques d'affaires ou banques coloniales. Ces établissements reçoivent à l'avance un stock de formules, mais doivent constituer au Trésor un cautionnement. Ils complètent le titre au moment de la remise au souscripteur et le détachent de sa souche. Les souches portant la date d'émission et le cachet de la Banque doivent être remises dans les 48 heures au comptable public qui a fait l'approvisionnement, en même temps que le prix de souscription des bons. Certains autres intermédiaires du Trésor de moindre importance règlent le prix d'émission au moment où ils prennent les titres

(1) Sur la technique de l'émission en temps de guerre, voir l'étude très précise de M. DE LESTRADE : *Le financement des dépenses publiques pendant la guerre 1939-1940. Thèse Paris, 1942.*

après avoir reçu les souscriptions. Les comptables publics, la Banque de France et les divers intermédiaires peuvent donc effectuer la délivrance du titre au souscripteur dès qu'il se présente, avec le maximum de rapidité et de discrétion.

Dans les périodes où le placement est généralisé et afin de stimuler leur activité, les intermédiaires reçoivent des commissions appréciables dont le taux varie en fonction de la durée des bons. Des remises spéciales sont également attribuées aux comptables publics. Dans chaque établissement de crédit, le service des souscriptions dirige l'action des diverses agences, où guichetiers à poste fixe et démarcheurs itinérants sollicitent la clientèle dont ils connaissent la capacité d'achat et orientent les placements.

Les bons de 75 à 105 jours qui correspondent au type classique ne sont pris que par les grandes entreprises ou les banques. Ils ne sont délivrés que par le Service des Émissions à Paris ou les Trésoreries générales en province et ne donnent lieu à attribution d'aucune commission. Les grandes entreprises industrielles ou commerciales, les Sociétés d'assurances, les Banques, certains organismes publics enfin, constituent évidemment la clientèle habituelle du bon en période normale. C'est elle qui assure sa diffusion dans l'économie du pays. Cette clientèle incorpore le bon à l'activité qu'elle poursuit et lui donne ainsi une certaine stabilité, mais aussi une élasticité très grande du fait qu'il est lié à des opérations économiques.

§ 1. — Entreprises industrielles et commerciales.

Le commerce et l'industrie pratiquent assez peu les règlements au comptant, il n'existe en outre aucune correspondance automatique entre les périodes où il faut payer les achats et celles où s'opère l'encaissement des ventes. Cette situation oblige les entreprises à disposer en permanence d'un fonds de roulement assez important. Elles pourraient certes recourir au crédit, mais elles hésitent généralement à engager leur signature sur un effet mis en circulation sur le marché. Des fonds sont ainsi conservés par elles, en attente d'un emploi économique et, qu'ils proviennent d'une ouverture de crédit faite par une banque, ou des propres

réerves constituées par l'entreprise, ils posent pour elle un problème de gestion de sa trésorerie. Ces sommes, si elles restaient immobilisées, représenteraient une perte qui viendrait alourdir les frais généraux ; il faudra donc les faire fructifier sans perdre de vue que leur liquidité doit rester constante. Le placement en bons du Trésor particulièrement souple est bien adapté à cet objet.

En période normale, les sommes ainsi utilisées sont de grandeur variable suivant l'importance de l'entreprise et la nature de son activité. Elles servent finalement à régler des achats de matières premières qu'il faut effectuer selon une périodicité saisonnière ou opérer rapidement à la faveur d'une baisse des cours. Prévoyant des mouvements de plus grande envergure, l'industriel ou le commerçant peut également songer à constituer des stocks afin de se placer dans une situation favorable. Enfin, ces fonds demeurent également en attente d'une opération importante à réaliser : ce peut être le renouvellement du matériel et de l'outillage ou la prise de participations financières dans une entreprise exerçant une activité complémentaire de celle que l'on poursuit.

En période de crise, le problème de la gestion de la Trésorerie va prendre encore plus de relief. Il peut s'agir d'une crise partielle, résultant de la transformation d'un marché donné, à la suite d'un brusque perfectionnement technique ou de nouvelles habitudes de la clientèle. Elle peut être aussi générale, soit qu'elle provienne des variations du cycle économique, soit qu'elle résulte de l'incidence de bouleversements sociaux de grande envergure. Les conséquences pour l'entreprise sont toujours à peu près identiques, elles se traduisent par le marasme des affaires, l'épuisement de certains stocks, l'augmentation des disponibilités inemployées. La nécessité de s'adapter aux conditions nouvelles conduit alors à faire fructifier ces sommes en attendant une reprise d'activité à laquelle on travaille ou que l'on espère prochaine, sans qu'il soit possible de prévoir avec certitude sa date. La constitution d'un portefeuille de bons du Trésor permet évidemment de réaliser un emploi rentable tout en garantissant une liquidité satisfaisante.

La nécessité de lui assurer une gestion habile qui est, sous ses divers aspects, commune à toutes les entreprises, va se trouver amplifiée pour celles qui appartiennent aux activités économiques

ayant subi un phénomène de concentration. La période d'inflation monétaire qui a suivi la guerre de 1914-1918 a favorisé le groupement des entreprises et la prospérité des années 1928 à 1931 a développé les ressources financières de certaines d'entre elles. Particulièrement notable pour les industries essentielles, telles que les houillères, la métallurgie, les produits chimiques et les industries jeunes de l'électricité, de l'automobile et de la T. S. F., ce phénomène de concentration financière intéresserait 17 % de l'activité économique française (1).

Il en résulte que dans une grande entreprise concentrée s'établit un circuit interne de capitaux, les excédents de Trésorerie de tel élément du groupe ou de telle filiale servant aux besoins de tels autres. Ainsi, sans qu'il soit nécessaire de recourir aux banques de dépôt, se poursuit une politique d'auto-financement qui suppose l'entretien permanent d'importantes masses de manœuvre. Leur placement s'opère soit directement en effets du Trésor, soit par l'intermédiaire des établissements spécialisés ou des banques d'affaires qui se chargent de faire travailler sur le marché monétaire ce portefeuille correspondant à d'importantes disponibilités à court terme.

La clientèle du bon du Trésor s'est ainsi trouvée considérablement renforcée. La stabilité de son placement a été accrue, mais demeure liée aux mouvements de grande envergure intéressant l'ensemble de l'activité du pays.

§ 2. — Sociétés d'Assurance, d'Épargne et de Capitalisation.

Par la nature de leurs opérations qui s'échelonnent sur de longues périodes, les sociétés d'assurance, d'épargne et de capitalisation sont moins sensibles aux fluctuations économiques qui affectent les autres entreprises. De plus, le principe de la réassurance internationale qui permet de répartir les risques entre les principaux établissements d'assurance de plusieurs pays, leur donne une assise plus étendue et les intègre en quelque sorte à la conjoncture mondiale.

(1) H. LAUFENBURGER. *Les Banques françaises*. Sirey, 1940.

Le placement de l'épargne collective que ces Compagnies fortement concentrées drainent dans toutes les classes de la Société est particulièrement délicat. Il doit leur procurer des revenus appréciables, mais aussi leur permettre de faire face à tout instant à leurs engagements, la couverture d'éventualités qui sont imprévisibles dans chaque cas d'espèce étant l'essence même de la profession. Le placement se présente d'ailleurs de façon différente suivant qu'il s'agit des assurances Accident-Incendie d'une part, ou Vie et Capitalisation d'autre part.

Pour les premières, les sinistres sont imprévisibles de façon certaine et obligent à maintenir une grande liquidité. La portion de la prime réservée pour « risques en cours » sera beaucoup plus considérable. Mais bien que ces fonds liquides fassent l'objet d'emplois à court terme, ils représentent cependant une masse qui est loin d'être comparable à celle qui est gérée par les Sociétés d'assurance de la deuxième catégorie.

L'activité de ces dernières est beaucoup plus stable, car pour l'établissement des contrats prévoyant : le versement d'un capital au décès, d'un capital en cas de survie ou le service d'une rente viagère, les tables de mortalité donnent des prévisions actuarielles très précises. De plus, le principe de la réassurance internationale entre les Compagnies vient encore limiter les risques. La masse des capitaux réunis est dix fois supérieure à celle qui est gérée par les sociétés du premier groupe. Le problème financier de l'emploi des fonds présente donc une très grande importance.

Une ventilation s'opère tout d'abord sur le produit de la prime versée par chaque client. Une première partie est prélevée pour le règlement des sinistres du groupe dans l'année. Les fonds ainsi recueillis participent à un mécanisme de financement basé sur le principe de la répartition, ils ne peuvent donc être que disponibles en caisse ou placés à très court terme. Une deuxième portion de la prime, la plus importante d'ailleurs, se trouve capitalisée à un taux fixe légal qui, de 4,25 %, a été ramené actuellement à 3,50 %. Enfin, une dernière partie est consacrée au paiement des frais généraux de l'entreprise.

C'est évidemment sur la rentabilité des investissements effectués à l'aide des fonds réservés que repose l'équilibre de ce système de

capitalisation. Bien que ces entreprises soient tenues légalement de placer 50 % de leur actif en valeurs d'État ou assimilées, leur portefeuille de bons du Trésor était relativement réduit. Il ne dépassait guère, en période normale, 10 % de l'ensemble de leurs placements dans les années 1934 à 1935. Ceci tenait d'abord à la nécessité d'obtenir un taux de rendement rémunérateur qui ne peut être trouvé que dans des emplois à long terme (immeubles, valeurs mobilières, etc...). D'autre part, la possibilité de présenter leur portefeuille-titres en garantie d'avances accordées par la Banque de France assurait l'aisance de leur trésorerie.

Mais le taux de ces avances étant onéreux, il est préférable de n'y recourir qu'en dernier ressort. De plus, en période de crise ou d'instabilité monétaire, le souci de garantir l'intégrité du capital investi l'emporte sur celui d'obtenir un rendement avantageux. Les valeurs mobilières peuvent se déprécier et entraîner ainsi, soit des réalisations coûteuses, soit l'obligation de comptabiliser chaque année les pertes éprouvées afin d'assainir le bilan. Aussi les Sociétés Vie et Capitalisation ont-elles progressivement augmenté la part de leurs placements en effets du Trésor, qui peuvent représenter jusqu'à 50 % de ceux qu'elles effectuent couramment. Elles achètent notamment des bons à deux ans et par le jeu du pensionnement et des opérations pratiquées sur le marché monétaire, peuvent obtenir un revenu qui, bien que légèrement inférieur au taux de capitalisation légalement prévu, présente pour elles l'avantage de réserver l'avenir. Il s'intègre d'ailleurs dans le cadre d'une politique d'ensemble des investissements dont la stabilité consacre la prudence.

§ 3. — Les Banques.

Le placement en bons du Trésor n'est généralement pas pratiqué par les banques d'affaires qui s'engagent habituellement dans des opérations de longue durée. Parfois cependant elles l'utilisent, lorsqu'elles sont chargées de la gestion du portefeuille de certaines entreprises, pour le compte desquelles elles travaillent.

Mais, par contre, le bon est particulièrement bien adapté à la situation des banques de dépôt qui disposent en permanence d'importantes disponibilités à vue ou à très court terme. Le problème

de trésorerie est pour elles essentiel. Elles ne peuvent pas refuser les fonds qui leur sont confiés par la clientèle et elles doivent immédiatement les utiliser, car toute somme immobile en caisse ou en compte à la Banque de France constitue une perte. Cette perte est d'autant plus notable qu'un léger intérêt est toujours servi aux déposants. Enfin, il faut qu'à tout moment elles soient prêtes à satisfaire aux demandes de remboursement de leurs clients.

Les opérations de Trésorerie des banques de dépôt ont donc pour but non seulement d'équilibrer quotidiennement les apports et retraits de fonds effectués chez elles, mais aussi d'utiliser en placements très sûrs et rapidement mobilisables les fonds constituant la réserve de sécurité ou les excédents de rentrées de capitaux qui ne peuvent être employés dans les affaires avec la clientèle. Le Service de Trésorerie de la Banque est journellement renseigné par des états statistiques détaillés sur la composition des divers éléments de l'actif. Il connaît le chiffre exact du papier hors banque, du papier réescomptable à la Banque de France et du papier non bancable. Il est renseigné aussi sur le volume des pensions et la situation des encaisses. Il compare ainsi les chiffres de chaque jour avec ceux des jours précédents ou de périodes équivalentes des années précédentes. Il arrive à dégager par là des éléments de prévision qui sont corrigés par les renseignements recueillis sur l'état de la situation économique ou sociale du moment. La liquidité sera évidemment renforcée en période troublée et réduite lorsque le calme reviendra. Ce service dispose ainsi d'une sorte de clavier sur lequel il va jouer, soit pour se procurer les capitaux dont il a besoin, soit pour employer les fonds excédentaires.

Ces fonds peuvent être simplement en transit pour un temps très court. Ils proviennent par exemple des sommes recueillies lors de la souscription à des emprunts à long terme et qui sont disponibles en attendant la date de libération. De même, de fonds en instance de emploi, par suite de remboursements d'obligations ou de la transformation de certains éléments de patrimoine. Mais la masse essentielle est constituée par les dépôts de la clientèle. La banque sert un intérêt variable qui oscille pour les dépôts à vue entre $3/8$, $1/2$ et $3/4$ % l'an, au maximum, et qui est légèrement supérieur pour les dépôts à préavis dont l'importance est d'ailleurs

relativement faible. La banque se trouve ainsi dans l'obligation de faire fructifier des sommes considérables en obtenant un taux de rendement supérieur au taux d'intérêt servi et sans pour cela compromettre leur liquidité.

Parmi les emplois à court terme qui s'offrent à elles, le placement en bons du Trésor est un de ceux qui offrent le plus d'avantages. Aussi le portefeuille-effets des banques comprenait-il déjà en période normale une proportion de bons variant de 30 à 40 % suivant les établissements (1).

L'achat était réalisé soit à la souscription, soit sur le marché monétaire suivant que, d'après les taux d'émission et les cours pratiqués sur le marché, l'une ou l'autre de ces solutions se révélait plus avantageuse. Cependant, l'un des grands établissements de crédit a toujours mis son point d'honneur à être le plus gros souscripteur de bons et ne vient jamais sur le marché. Il replace ensuite les titres auprès de sa clientèle par l'intermédiaire de son important réseau de succursales. D'ailleurs les banques, lorsqu'elles se bornent à servir d'intermédiaires, en prenant des bons pour le compte de leurs clients, sont obligées de les souscrire directement et leur bénéfice ne résulte que de leur commission de placement.

Sur le marché monétaire, elles sont en rapport avec des établissements spécialisés dans les opérations de souscriptions, achats, ventes et pensions sur les bons du Trésor ou plus généralement d'emplois à court terme. Les Sociétés de réescompte, considérées aux termes de la loi du 13 juin 1941 sur l'organisation bancaire, comme des établissements financiers, ne sont pas des banques et ne peuvent recevoir de dépôts. En dehors de leurs capitaux propres et de leurs réserves, elles ne disposent essentiellement pour exercer leur activité que des fonds qui leur sont confiés par les banques. Elles ont été créées à l'origine par divers groupes bancaires et leur développement est relativement récent. Au mois d'août 1928,

(1) Cité par H. LAUFENBURGER. *Les Banques françaises*, p. 208. Le portefeuille effets et bons des quatre grands Établissements de crédit s'élevait au 31 décembre 1938 à 21.316 millions de francs.

Le portefeuille effets de l'ensemble des banques au 30 juin 1943 s'élevait à 161.343 millions. Sur cet ensemble, 90 % environ est constitué par des bons du Trésor. La proportion des bons était de 80 % à la fin de l'année 1941.

la Compagnie Parisienne de Réescompte se constitua sous l'égide de la Banque de France et avec l'appui des grandes banques. Puis la Caisse Centrale de Réescompte fut créée plus récemment par la Banque de Paris, la Banque Lazard frères et la Banque Morgan. Enfin, la Société Privée de Réescompte fut instituée par la Banque des Pays du Nord et la Banque Worms. Quelques autres établissements de moindre importance travaillent également sur le marché monétaire, notamment deux sociétés : la Banque d'Escompte et la Banque de Gérance Mobilière, qui ont été réorganisées.

Dans ces dernières années, les banques de dépôt et les sociétés de réescompte ont développé considérablement leurs opérations sur les bons du Trésor au détriment des autres emplois à court terme. Cette évolution tient d'une part à des causes d'ordre technique et, d'autre part, à la situation économique du pays.

Certains investissements très rémunérateurs comme les reports en bourse ou sur le marché des changes ont toujours été limités par leur caractère d'instabilité et le fait qu'ils n'exigent jamais des disponibilités considérables. En période de crise, ils sont évidemment réduits à néant.

Le placement qui représente le meilleur emploi économique pour des dépôts à vue est évidemment l'escompte des effets de commerce ou des acceptations de banques. Malheureusement, cet emploi se trouve en notable diminution. Ceci tient au fait que la lettre de change est en régression dans les usages commerciaux et industriels. Pour des raisons de prestige, certaines entreprises ne veulent pas laisser circuler leur signature. Du reste, les grandes entreprises concentrées pratiquent l'auto-financement et n'ont pas besoin de recourir à cette forme de crédit. Quant aux autres, elles préfèrent utiliser en cas de besoin l'ouverture de crédit en compte courant accordée par leur banquier, plutôt que de s'astreindre à la règle rigide de l'effet de commerce avec son échéance impérative. Enfin, au cours des dernières années, l'importance prise par les commandes de l'État dans l'ensemble de la production, a diminué le secteur de l'activité privée. Les entreprises qui travaillent dans le secteur public bénéficient de modalités spéciales de crédit à court terme organisées par l'État et n'ont pas besoin de recourir aux formes traditionnelles des effets de commerce. Cette diminu-

tion de la matière escomptable se trouve évidemment encore aggravée en période de crise par suite du ralentissement de l'activité économique et de la réduction des échanges.

Le papier public devenu très abondant par suite de l'accroissement des besoins de l'État a pris progressivement dans le portefeuille des banques la place abandonnée par les effets privés. Malheureusement, il ne représente qu'une créance sur l'État, il n'a pas sa base dans une opération économique en cours de développement. Pour la banque, il constitue cependant un placement de grand choix. Sa sécurité est absolue puisqu'il porte une signature indiscutable, son rendement est honnête, enfin il peut être très aisément mobilisable.

Déjà en période normale, les banques avaient pu mesurer tout l'avantage des effets publics lorsqu'elles étaient dans l'obligation de renforcer leur liquidité. Le papier d'État présenté au réescompte est anonyme, il garantit le secret des opérations, il ne permet pas à l'Institut d'Émission d'apprécier la nature des opérations effectuées par la banque et d'exercer ainsi un contrôle sérieux. Mais surtout l'organisation du marché des bons du Trésor permet aux banques de trouver pour leurs dépôts un emploi rentable dont la souplesse satisfait aux exigences de leur Trésorerie.

§ 4. — Les Organismes de caractère public.

Ces organismes présentent entre eux le trait commun de ne pas chercher essentiellement à réaliser des bénéfices, mais d'accomplir une mission d'intérêt général. Le placement de leurs disponibilités ne sera donc pas aussi complètement soumis aux fluctuations économiques que dans les autres entreprises. Le volume des bons qui sont en leur possession aura une élasticité relativement faible, mais par contre une stabilité très grande.

De tous, la Caisse des Dépôts et Consignations est certainement l'établissement dans lequel l'emploi en titres d'État est le plus considérable (1). Bien que ses placements soient surtout

(1) Sur la Caisse des Dépôts, voir P. SOLANET, *La Caisse des Dépôts et Consignations*, Sirey, 1943.

orientées vers le long terme, elle utilise également à court terme des fonds importants. Au 31 décembre 1938, ses emplois sur un total de 111 milliards se répartissaient ainsi (1) :

— Comptes courants au Trésor et à la	
Banque de France.....	6.528 millions
— Bons du Trésor et autres emplois à	
court terme.....	8.631 »
— Rentes françaises et valeurs diverses.	62.671 »
(dont une quarantaine de milliards	
pour les seules rentes).	

L'origine des fonds ainsi mis à sa disposition est double. Ils proviennent d'une part de l'épargne par les Caisses d'épargne privées et la Caisse Nationale d'Épargne (2), d'autre part des institutions de prévoyance obligatoire : Assurances Sociales, Caisses de retraites des ouvriers de l'État, des fonctionnaires coloniaux et d'Assurance libre : Caisse Nationale des Retraites pour la Vieillesse, Caisse Nationale d'assurances en cas de décès, Caisse Nationale d'assurances en cas d'accidents.

La part essentielle est constituée par les fonds des Caisses d'épargne et de la Caisse Nationale d'Épargne qui s'élevaient respectivement au 31 décembre 1938 à 38.554 millions et 28.227 millions.

Ces établissements recueillent essentiellement les économies des classes moyennes du pays. Leur clientèle est composée d'employés et de fonctionnaires, de petits propriétaires, de commerçants et d'industriels ; grâce aux 2.000 guichets des caisses ou de leurs succursales et aux 16.000 guichets des P. T. T. pour la Caisse Nationale d'Épargne, ils sont aisément accessibles. Le montant maximum des dépôts autorisés qui était fixé à 20.000 francs en 1938 a été porté successivement à 25.000, puis à 40.000 par l'arrêté du 27 octobre 1942. La possibilité pour les membres d'une

(1) Au 31 décembre 1941, sur un total de 145.125 millions, les comptes courants au Trésor et à la Banque de France représentaient 10.640 millions et les bons du Trésor ou autres emplois à court terme 18.289 millions.

(2) Les fonds de la Caisse nationale d'Épargne sont simplement gérés par la Caisse des Dépôts.

même famille de cumuler des livrets séparés peut élever notablement ce chiffre. Mais le texte de 1938 ne permettait pas de verser au total en cours d'année une somme dépassant le maximum autorisé, afin d'éviter que par des versements et retraits successifs les livrets d'épargne ne jouent le rôle de comptes courants. Cette disposition se trouve remplacée par l'avantage fait aux comptes stables, c'est-à-dire à ceux dont les retraits en cours d'année ne dépassent pas un certain chiffre, qui est actuellement de 10.000 fr.

Depuis quelques années, les Caisses d'épargne recevaient effectivement en dépôt les fonds de roulement de certaines entreprises. Elles étaient accusées de faire aux banques une concurrence d'autant plus sérieuse que le taux d'intérêt qu'elles offrent est fort avantageux (1). Il était en 1938 de 3,25 % pour les caisses ordinaires et de 2,75 % pour la Caisse d'épargne postale. Ce taux élevé est rendu possible grâce à la gestion de la Caisse des Dépôts qui obtient pour les fonds qui lui sont confiés des rendements rémunérateurs principalement par leur emploi à long terme.

En réalité, le crédit moyen par compte est resté très faible ; il était pour les Caisses privées de 3.585 francs en 1935 et de 3.575 en 1938 ; pour la Caisse Nationale de 2.471 en 1938. Il est interdit depuis la loi du 20 juillet 1895 d'avoir plusieurs comptes dans des caisses différentes. Les dépôts sont donc effectivement composés d'une grande masse de fonds constitués par les économies des petits épargnants et qui sont stables. Une seconde partie, beaucoup moins importante, comprend des capitaux en quête d'emploi attirés provisoirement par un taux d'intérêt avantageux. Une discrimination a été opérée récemment entre ces deux groupes de capitaux. Les comptes stables bénéficient depuis le début de 1942 d'une bonification d'intérêt de 0,75 %. Les autres d'un taux d'intérêt voisin de celui pratiqué sur le marché monétaire et qui est fixé actuellement à 2 %. Les comptes bonifiés représentent d'ailleurs 90 % de l'ensemble de ceux qui sont ouverts. Les Caisses d'Épargne ne concurrencent donc pas directement les Banques ; en réalité, les deux catégories d'établissements ont des clientèles différentes.

(1) Rappelons que le taux d'intérêt des banques pour les dépôts à vue varie actuellement entre 3/8, 1/2, 3/4 %.

La Caisse des Dépôts assure également la gestion des fonds provenant des institutions de prévoyance et d'assurance de caractère public. Bien que ces institutions couvrent des risques et garantissent une clientèle que les Compagnies privées auraient eu tendance à négliger, il est certain cependant qu'elles font à ces dernières une concurrence notable. Cette masse de fonds recueillis auprès des classes les moins fortunées de la population est gérée par la Caisse surtout à long terme, selon des principes analogues à ceux qui guident les Sociétés d'Assurances et de Capitalisation. Il faut remarquer cependant qu'après la période d'instabilité monétaire des années antérieures à 1939, le système de financement basé sur la capitalisation tend à être remplacé par un système plus souple de répartition. Cette évolution permettra de développer dans une certaine mesure l'importance des placements à court terme.

La Caisse des Dépôts pour constituer son portefeuille d'effets publics et le renouveler procède soit par souscriptions, soit par achats directs sur le marché monétaire. Elle pratique également des opérations de caractère bancaire telles que le pensionnement des bons de la Défense Nationale depuis 1931 et des bons du Trésor plus récemment.

Les autres établissements de crédit à caractère public comme le Crédit National ou le Crédit Foncier qui pratiquent surtout des opérations à long terme utilisent également les bons du Trésor pour faire fructifier leurs disponibilités immédiates.

Enfin, héritière des compagnies de chemins de fer traditionnellement acheteurs de bons du Trésor, la S. N. C. F. a continué également à utiliser cet emploi pour ses disponibilités de Trésorerie. Mais elle intervient également sur le marché monétaire comme vendeur de billets à court terme de 3 mois à 1 an d'échéance (1), dont certains sont assortis d'un intérêt progressif sous forme de « prime de fidélité ». Ces titres, qui sont évidemment offerts à un taux légèrement plus avantageux pour le prêteur

(1) En pratique, si les billets sont libellés à trois mois, ils ne sont jamais souscrits pour moins de six mois, de sorte que, entre 3 et 6 mois, le jeu de la prime est automatique.

que celui des bons du Trésor, ont leur clientèle particulière, et leur formule attrayante peut, surtout dans les circonstances où l'État cherche par tous les moyens à éponger la circulation monétaire, offrir l'intérêt de varier la gamme des titres offerts au public. Mais il n'en demeure pas moins qu'en période normale il serait préférable de renoncer à une telle possibilité d'émission. La mise en circulation sur le marché d'effets publics uniformes et de types limités semble la condition première d'une saine politique d'emprunts à court terme.

CHAPITRE III

LE VENDEUR

En principe, le bon est toujours émis par le Trésor pour le compte de l'État auquel il procure en permanence les ressources nécessaires à ses besoins immédiats. Cependant, en 1938, des bons furent émis par un organisme distinct, la Caisse Autonome de la Défense Nationale, chargée d'effectuer les emprunts nécessaires aux dépenses militaires. Elle n'eut d'ailleurs qu'une existence éphémère, mais un pareil démembrement qui portait atteinte au principe de l'unité de Trésorerie était cependant fort regrettable. Le Trésor dispose pour remplir sa mission de banquier de l'État et des collectivités publiques d'un ensemble de ressources parmi lesquelles le bon tient une place essentielle.

§ 1. — Le bon et les autres ressources de Trésorerie.

Certaines collectivités ou établissements de caractère public sont tenus tout d'abord de déposer au Trésor leurs fonds libres. Cette obligation étant la contre-partie des services qui leur sont rendus, ils ne reçoivent pas d'intérêt. C'est le cas pour les dépôts des départements, communes, établissements publics et les soldes créditeurs des comptes chèques postaux qui prennent une grande importance.

D'autres sont purement volontaires et rémunérés, tels sont les dépôts de la Caisse des Dépôts et Consignations ou des organismes gérés par elle, ainsi que ceux de la S. N. C. F. Enfin la Caisse Autonome d'amortissement laisse toujours au Trésor une provision importante, afin qu'il ne soit jamais à découvert du fait des opérations qu'il effectue pour son compte. Les comptables publics ont été également autorisés à recevoir les fonds qui leur seraient confiés par les particuliers, mais ces fonds sont reçus à titre per-

sonnel par les comptables, la garantie de l'État leur ayant été supprimée en 1928 (1). Dans l'ensemble, les ressources en dépôt atteignaient en 1939 une quinzaine de milliards.

Ces ressources présentent l'avantage d'être relativement stables. Mais les réactions psychologiques motivées par des événements politiques ou sociaux affectent cependant la partie instable des dépôts dans les Caisses d'épargne. Les soldes créditeurs des comptes courants postaux sont également liés à l'évolution des transactions. De sorte que les retraits, lorsqu'ils se produisent, ont ici des conséquences directes et immédiates sur le volume des fonds mis à la disposition du Trésor. Même lorsque les fonds déposés ne subissent pas de pareilles oscillations, ce qui est le cas pour ceux des collectivités et établissements publics, ils ne peuvent cependant s'adapter avec souplesse aux besoins du Trésor à un moment donné. Leur montant se règle seulement d'après la situation financière des déposants et cette rigidité constitue leur inconvénient essentiel.

Le bon possède au contraire une grande élasticité. En temps normal, du fait de l'existence d'une masse permanente de capitaux à court terme en quête d'emploi, et suivant les conditions qu'il offre, l'État peut régler exactement le montant des fonds qui lui sont nécessaires sur ses besoins de caisse.

L'appel au crédit à court terme est ainsi le seul qui corresponde véritablement à de tels besoins. Si parfois des obligations du Trésor, allant jusqu'à 4 ou 5 ans d'échéance, ont été lancées sur le marché, elles avaient en réalité pour but de procurer des ressources d'emprunt que la réticence passagère des détenteurs de capitaux ne permettait pas d'obtenir par le crédit à long terme.

Dans les périodes particulièrement troublées, il arrive parfois que le crédit de l'État soit meilleur à l'étranger que sur son propre territoire. La Trésorerie, dans ces temps difficiles, est alors amenée à recourir aux crédits à court terme offerts par les banquiers étrangers, suisses ou hollandais le plus souvent. Cette solution présente le grave inconvénient d'être généralement onéreuse

(1) Notons également les avances des trésoriers-payeurs généraux dont le montant n'excède jamais quelques dizaines de millions.

pour le Trésor et d'entraîner des répercussions sur l'équilibre des changes. L'apport des devises renforce provisoirement la position de la monnaie, mais le service des intérêts et le remboursement du capital l'affaiblissent. Surtout l'opération risque d'être mal interprétée par les détenteurs de capitaux flottants et d'encourager une spéculation malsaine (1).

Enfin l'ultime recours demeure l'octroi d'avances par l'Institut d'Émission. Ce moyen peu onéreux procure des ressources immédiates, il n'est pas nécessairement pernicieux lorsqu'il est limité. Les ressources qu'il donne sont durables, leur maintien ne pose pas, comme c'est le cas pour les bons en circulation, le problème du renouvellement du crédit temporairement accordé. Mais il oblige la Banque à émettre des billets qui n'ont pour contre-partie qu'une créance sur l'État. D'où une inflation, qui s'aggrave du fait de l'impossibilité dans laquelle celui-ci se trouve d'opérer le remboursement de cette dette par des ressources saines, provenant d'excédents budgétaires. Leur annulation ne peut alors résulter que des bénéfices comptables réalisés par la réévaluation de l'encaisse, lorsque la chute de la valeur de la monnaie se trouve consacrée.

§ 2. — Le bon du Trésor et la Trésorerie avant 1914.

La période antérieure à 1914 se caractérisait par le règne de l'économie libérale. Les entreprises privées exerçaient librement leurs activités, l'autorité de la puissance publique ne s'imposait à elles que pour éviter des abus. L'État limitait son action aux tâches essentielles de la défense nationale, de police, de justice, d'instruction publique, etc...

Ses interventions dans le domaine économique étaient extrêmement limitées. Il se bornait à gérer de classiques monopoles (poudres, tabacs...), à maintenir dans les manufactures nationales les traditions du passé.

La gestion des finances publiques se trouvait de ce fait simpli-

(1) Le problème se pose de façon un peu différente lorsqu'il existe un contrôle des changes.

fiée. La Trésorerie devait simplement faire face à des charges courantes dans le cadre de l'exécution du budget. Les ressources fiscales étaient constituées en grande partie par le produit des impôts directs qui, perçus par voie de rôle, ne rentraient qu'au milieu ou à la fin de l'année. Les dépenses, par contre, devaient être réglées de manière continue.

Cependant, dès cette époque, le Trésor avait la charge des déficits terminaux des budgets. Mais ils étaient en nombre restreint ; de 1870 à 1913, on relève 20 budgets en déficit sur 43 et ces soldes déficitaires sont peu importants, ils ne dépassent jamais 5 % de la masse des dépenses (1). De plus, les avances ainsi faites pour suppléer aux rentrées normales étaient rapidement remboursées sur le produit d'emprunts à plus long terme. Enfin, le Trésor devait également jouer le rôle de banquier des collectivités et établissements publics dont les dépenses de pure administration

	1905		1910	
	Emissions	Remboursements	Emissions	Remboursements
Janvier	225.859.000	66.646.100	100.529.600	14.286.200
Février	34.411.900	40.943.300	153.694.000	10.168.500
Mars	44.772.200	34.499.400	146.728.700	21.476.500
Avril	112.329.500	109.912.200	137.621.400	80.533.400
Mai	98.809.400	98.448.200	4.040.100	10.823.600
Juin	2.585.400	63.924.300	25.044.600	85.081.600
Juillet	62.520.300	75.832.800	159.513.700	197.535.800
Août	28.182.000	47.441.400	27.450.100	78.610.200
Septembre	12.134.900	95.532.400	5.010.700	167.599.300
Octobre	72.220.300	69.377.400	112.124.900	78.777.900
Novembre	13.746.900	74.168.600	12.896.500	109.762.200
Décembre	17.445.600	42.091.600	2.054.000	13.020.700
Total	725.017.400	818.817.700	886.708.300	867.675.900

N. B. — Ce tableau a été dressé d'après les documents comptables de l'ancienne Caisse Centrale du Trésor Public. Il ne fait mention que des valeurs en capital à l'exclusion des intérêts.

(1) Voir Annexe I.

étaient généralement équilibrées par des ressources normales. Quant aux services spéciaux, ils étaient encore peu nombreux et de faible importance.

Le bon constituait la ressource essentielle du Trésor. La loi de finances ou des lois spéciales autorisaient à procéder aux émissions de ces titres dont le montant en circulation se trouvait limité par un plafond. A l'intérieur de cette limite, le bon jouait comme un volant régulateur. Son volume s'enflait au début de l'année et se résorbait dans les derniers mois. Le tableau ci-dessus permet d'illustrer le fonctionnement de ce mécanisme au cours de deux années calmes, prises comme exemple.

Alors que les émissions sont surtout abondantes dans les quatre ou cinq premiers mois de chaque année, l'essentiel des remboursements s'opère au cours des six derniers mois. Le mécanisme n'est pas d'ailleurs toujours aussi régulier, les chiffres révèlent parfois l'existence de besoins exceptionnels. C'est ainsi qu'au 31 décembre 1904 le montant des bons restant en circulation particulièrement élevé, était encore de 182 millions. Mais l'année 1905 suit une évolution normale, le volume des bons passe à 347 millions au 30 juin et il est ramené à 88 millions au 31 décembre, le montant des remboursements opérés au cours de l'année ayant dépassé celui des émissions. Pour l'année 1910, le montant des bons passe également de 431 millions au 1^{er} juin à 48 millions seulement au 31 décembre.

Ainsi le bon joue parfaitement, au cours de cette période, son rôle de moyen de Trésorerie, procurant un appoint de ressources saisonnier ou comblant les insuffisances momentanées résultant de besoins exceptionnels (1).

§ 3. — Les besoins de la période d'entre deux guerres.

Après la guerre de 1914-1918, la fiscalité se transforme progressivement. Les impôts directs dont la rentrée est à peu près constante au cours de l'année prennent une place beaucoup plus

(1) Pendant la guerre 1914-1918, le Bon joue le rôle de « procédé de financement » et sera donc étudié dans la II^e partie.

importante, notamment avec la taxe sur le chiffre d'affaires perçue mensuellement. Les impôts directs eux-mêmes procurent des ressources mieux réparties, du fait de leur réforme qui permet un meilleur échelonnement des rôles et de l'amélioration des méthodes de recouvrement. Ainsi les rentrées fiscales tendent à devenir plus régulières (1). Mais si le rôle du bon consiste beaucoup moins à combler les insuffisances saisonnières de la Trésorerie, par contre le nombre et l'ampleur des besoins exceptionnels à satisfaire ne cessent de croître.

L'après-guerre se caractérise en effet par un accroissement continu du volume des dépenses publiques. Il n'est d'ailleurs que la conséquence du développement des attributions de l'État et des collectivités publiques et de la multiplicité des tâches qui leur incombent désormais.

Les premières interventions de l'État dans les domaines réservés jusque-là à l'activité privée s'étaient manifestées au cours de la guerre 1914-1918 et le Trésor avait dû supporter par la suite la charge de nombreux comptes spéciaux dont l'apurement s'était opéré avec peine. Mais son action devait être progressivement élargie lorsque, pour lutter contre les conséquences de la grave crise économique qui avait pris naissance en Amérique en 1929, les conceptions de l'économie dirigée pénétrèrent en France. L'État paraît alors seul capable non seulement d'instituer une norme dans une économie bouleversée, mais d'assurer la gestion de certaines activités essentielles. L'organisation des transports (déficit des Chemins de fer), la défense de l'agriculture (compte du marché du blé, O. N. I. A.), la lutte contre le chômage (soutien d'entreprises défaillantes, grands travaux) alourdissent les charges de la Trésorerie. Elle entretient des rapports étroits avec des organismes dotés souvent de la personnalité civile et de l'autonomie financière, mais dont la gestion est presque toujours déficitaire. L'État intervient également dans le domaine social ; en vertu du principe de solidarité, il remplit une mission de protection, répare

(1) Ce caractère est encore accentué actuellement pour les impôts directs, avec le stoppage à la source et la pratique des acomptes provisionnels.

les dommages et calamités diverses, assiste les malheureux, impose la prévoyance aux travailleurs.

A l'échelon local, l'incidence de cette même évolution se fait également sentir sur les collectivités secondaires. Au point de vue économique, c'est la municipalisation des services, le développement des progrès techniques en matière de transports, électricité, etc..., conduit souvent à la création d'entreprises semi-publiques dont l'exploitation est onéreuse. Sur le plan social, les charges s'alourdissent aussi, particulièrement avec l'assistance sous ses différentes formes.

Ainsi les déficits des budgets locaux, que l'État doit généralement combler, viennent s'ajouter à celui du budget général et combler la tâche du Trésor. Les déficits terminaux du budget sont continuels et importants durant cette période. De 1919 à 1938, sur 20 budgets, 16 se soldent par d'importants déséquilibres. Et déjà, jusqu'en 1935 inclus, leur insuffisance dépasse parfois 20 % de la masse des dépenses (1). La sécheresse des chiffres budgétaires évoque imparfaitement l'évolution de la politique financière.

De 1920 à 1928, au milieu de nombreuses vicissitudes, s'opère progressivement la liquidation des conséquences de la guerre. L'année 1928 marque l'arrêt de l'inflation et la stabilisation de la monnaie. Dans les années 1929 et 1930, une reprise de l'activité économique semble s'amorcer et la situation des finances publiques qui s'annonce prospère incite à de nouvelles dépenses. Mais à partir de 1931, la crise économique va sévir durement en France. En même temps, les embarras de Trésorerie qui avaient paru clos en 1928 vont recommencer à se développer. La situation se trouvera compliquée encore par la grave crise politique de 1934, suivie en 1935 d'un renforcement des pouvoirs de l'exécutif, afin de permettre le redressement de la situation financière par la déflation des dépenses et l'équilibre du budget. Mais en 1936, la réalisation des réformes de structure fera passer au second plan les considérations financières. Bientôt la menace d'un nouveau conflit amenait une augmentation des dépenses militaires et l'aggravation

(1) Voir Annexe I.

de la situation financière entraînait les dévaluations de la monnaie.

Durant toute cette période, les charges de la Trésorerie avaient été considérables et constantes (1). L'instabilité monétaire et l'insécurité politique des dernières années permettaient difficilement de recourir au crédit à long terme. L'exemple de l'emprunt 4 1/2 % 1937 montre combien cette solution se révélait onéreuse. Aussi le bon du Trésor émis de nouveau à partir de 1932 en grosses coupures et offert également au grand public à partir de 1936, fut-il appelé à jouer un rôle important comme moyen de procurer des ressources à la Trésorerie.

Le tableau suivant indique le volume des bons mis en circulation au cours de cette période :

Bons du Trésor au	31/12/32.....	9.776 millions
» »	31/12/33.....	10.125 »
» »	31/12/34.....	9.744 »
» »	31/12/35.....	11.739 »
» »	31/12/36.....	8.877 »
» »	31/12/37.....	8.919 »
	(y compris 2.648 millions de la Caisse des Pensions de Guerre).	
» »	31/12/38.....	18.020 »
» »	31/10/39.....	68.400 »
	(l'importance du chiffre de 1939 marque l'effort de préfinancement réalisé immédiatement avant la guerre).	

Cette période d'insécurité et d'instabilité internationales est caractérisée par les migrations de capitaux de pays à pays. Leurs mouvements sont motivés par les réactions psychologiques de leurs détenteurs d'après l'appréciation de l'état politique de chaque pays. C'est une question de confiance de la part du prêteur et pour

(1) On peut estimer qu'elles atteignaient environ 30 milliards en 1936, 40 milliards en 1937 et 45 milliards en 1938.

qu'elle existe il faut que l'emprunteur poursuive une saine gestion financière dans une atmosphère de sécurité politique. La liberté du Gouvernement dépend ainsi dans une certaine mesure de la possibilité de trouver des ressources de Trésorerie. L'action gouvernementale se trouve donc parfois soumise à ce « plébiscite des porteurs de bons » plus difficile à gagner que les suffrages politiques.

Dans les années qui précédèrent immédiatement 1939, la solution des problèmes de Trésorerie fut également obtenue par le recours aux avances de l'Institut d'Émission, à partir de 1936, et l'appel aux crédits à court terme de l'étranger. En même temps, des efforts étaient faits pour assainir la situation financière et améliorer progressivement la technique du bon du Trésor. Au début de 1935 étaient instituées les avances de la Banque de France de 5 à 30 jours sur effets publics n'excédant pas 2 ans. La nécessité d'assouplir la Trésorerie de l'État, qui supportait le poids d'échéances massives, fit admettre par la loi du 24 juillet 1936 le réescompte sans limitation des effets de la dette flottante — sauf au profit du Trésor. Cette restriction était loin d'être superflue, car en pratique au cours de l'année 1935 et du premier semestre de 1936, pour résoudre ces mêmes difficultés, le Trésor avait bénéficié d'avances déguisées de la Banque de France, sous la forme d'escomptes de bons qui étaient présentés par l'intermédiaire des banques. Enfin, avec le décret-loi du 17 juin 1938, l'Institut d'Émission est autorisé à pratiquer l'Open Market Policy.

Des besoins exceptionnels de plus en plus importants dans une période de transformation politique et économique, coïncidant avec des variations monétaires, font du bon une ressource essentielle de Trésorerie. Il paraît alors utile de songer à tirer de cette forme d'emprunt le meilleur parti possible, en organisant le marché monétaire.

CHAPITRE IV

LE MARCHÉ

L'acheteur de bons peut entrer en contact avec le vendeur lors de la naissance du titre, c'est-à-dire en venant souscrire aux guichets mêmes du Trésor ou de ses mandataires. Tel fut longtemps le seul mode de placement des bons du Trésor.

Mais il peut également acquérir des titres déjà émis, qui sont en circulation sur le marché monétaire. Aisément transmissible et bénéficiant au cours des dernières années de facilités de mobilisation (escompte, avances, pensionnement) qui l'ont transformé en un instrument de crédit très souple, le bon a pris rapidement une place très importante sur le marché.

§ 1. — Caractères généraux.

A. — LE MARCHÉ MONÉTAIRE

L'expression de marché monétaire désigne l'ensemble des transactions réalisées sur de l'argent à très court terme, c'est-à-dire en principe sur la disposition d'un crédit pour une période allant de 24 heures à 3 mois (1). On ne saurait le concevoir, selon le sens courant du mot marché, comme le lieu où acheteurs et vendeurs d'une même marchandise se rencontrent pour procéder à sa négociation sur la base d'un prix qu'ils déterminent (2). Les opérations réalisées se traitent en effet dans une multitude de lieux, elles présentent entre elles une grande diversité et mettent en présence

(1) En France, cette période tend à s'allonger actuellement jusqu'à deux ans.

(2) Sur la notion de marché, voir H. LAUFENBURGER. Le commerce et l'organisation des marchés. Tome V du *Traité d'Économie politique* publié sous la direction d'H. TRUCHY, Sirey, 1938.

des détenteurs de capitaux d'origine très différente. Ce caractère hétérogène est spécialement accusé pour le marché français qui s'organise lentement depuis quelques années. Ce marché marque cependant une certaine tendance à la centralisation des opérations qui s'orientent vers quelques types courants.

L'offre y est généralement représentée par les mêmes catégories de capitaux appartenant aux organismes qui sont normalement acheteurs de bons du Trésor. Elle comprend : les dépôts des banques, groupant les fonds de roulement des particuliers ou des entreprises qui sont momentanément sans emploi ; les disponibilités de certains organismes publics, tels que la Caisse des Dépôts et Consignations, le Crédit National, la S. N. C. F. ; enfin, des disponibilités qui s'offrent directement sans l'intermédiaire d'une banque de dépôt, celles notamment des Compagnies d'assurances, Grands Magasins, Compagnies d'Électricité, etc...

La demande de capitaux flottants peut se trouver très diversement satisfaite. Elle peut désirer alimenter des opérations de prêt. Ce sont d'abord les prêts au jour le jour grâce auxquels les banques, qui ne veulent pas garder de capitaux improductifs, peuvent assurer l'aisance de leur Trésorerie sans négocier des éléments de leur actif immédiatement réalisable. Ces prêts sont en réalité très peu développés en France.

Par contre, les prêts à très court terme destinés aux reports sur titres ou sur devises attirent une masse plus importante de capitaux.

Par le report sur titre un prêt est consenti à un acheteur de valeurs à terme afin de lui permettre d'attendre la prochaine liquidation pour dénouer son opération. Les fonds ne sont donc en principe immobilisés que pendant l'intervalle entre deux liquidations, c'est-à-dire 15 jours au Parquet et 1 mois en Coulisse. Le placement est sûr puisque le reporteur est véritablement propriétaire des titres et qu'en cas de baisse il a la garantie de l'agent de change ou du coulissier avec lequel il a traité.

Le report sur devises consiste à acheter au comptant des devises qui sont aussitôt revendues à terme. Ces opérations ne sont pas purement spéculatives, elles permettent à des industriels ou commerçants en relation d'affaires avec l'étranger de se couvrir contre

les fluctuations du change. Ici également le reporteur a la propriété des devises qu'il pourra d'ailleurs faire fructifier jusqu'à l'arrivée du terme de la livraison.

Les capitaux disponibles peuvent être en second lieu utilisés pour des achats d'effets qui sont mis en circulation sur le marché.

Parmi les effets privés, l'emploi classique, par lequel se trouve dispensé le crédit au commerce et à l'industrie, est l'escompte des effets de commerce.

Ces effets, créés en contre-partie d'opérations réelles, représentent une promesse de paiement de marchandises livrées. Leur sûreté réside dans le déroulement normal d'une opération économique. Les acceptations de banque qui prirent naissance dans le commerce international revêtent des formes variées, mais constituent également un moyen de placement intéressant pour les disponibilités à court terme. Ces effets qui portent une signature de tout premier ordre — celle de l'accepteur qui s'est engagé à faire les fonds à l'échéance — offrent une sécurité absolue. Pour développer le rôle de la place de Paris dans la négociation des traites internationales, un établissement spécialisé, la Banque française d'acceptation, avait été créé le 30 décembre 1929. Malheureusement, des circonstances économiques défavorables ne lui permirent pas de réussir à développer cette branche du marché français.

La situation difficile des finances publiques au cours des dix dernières années devait par contre amener une augmentation considérable des titres publics à court terme. Les bons du Trésor allaient ainsi prendre progressivement une place prépondérante parmi les effets circulant sur le marché. Ce développement se réalisait évidemment au détriment des besoins du crédit privé. Les bons offraient la même sécurité que le billet de banque. Portant une signature universellement connue, ils pouvaient également se prêter à un placement plus long. Mais ils ne devaient pas cesser pour autant d'être mobilisables car ils permettaient à leurs détenteurs de bénéficier des avances sur effets publics ou privés.

Ce système de mobilisation constitue en outre une troisième possibilité d'emploi offerte aux capitaux disponibles sur le marché. Il se pratique également sur les effets de commerce, les effets des Compagnies de Chemins de fer et les acceptations de banques

auprès des divers établissements de crédit. Nous examinerons simplement avec l'organisation du marché des bons en France, l'importance des facilités qui sont accordées aux effets publics auprès de la Caisse des Dépôts et Consignations et de la Banque de France.

En pratique, le marché monétaire fonctionne chaque jour jusqu'à midi. Toutes les opérations se traitent très rapidement par téléphone entre les divers spécialistes. Pour les règlements, qui interviennent postérieurement, on passe par la Chambre de Compensation ou par le compte des Banques à l'Institut d'Émission. Les banques peuvent ajuster leur compte à la Banque de France jusqu'à 15 heures. Passé ce délai, les opérations sont portées valeur du lendemain.

Les tractations sont réalisées le plus souvent par l'intermédiaire de courtiers spécialisés chargés d'ajuster l'offre et la demande de capitaux. Grâce à leur spécialisation, ils savent quelles sont les opérations habituellement pratiquées par les différentes banques et peuvent préparer en connaissance de cause les contre-parties utiles. Suivant constamment les mouvements du marché, ils sentent à l'avance dans quel sens il va s'orienter. D'autre part, ils garantissent aux divers clients le secret de leurs interventions sur le marché. Ils permettent aussi d'accepter ou de refuser plus librement certaines opérations et de discuter en toute indépendance certaines signatures. Cependant les courtiers jusqu'à une époque récente se bornaient à jouer le rôle de simple « intermédiaire ». Ils ne se portaient pas « du croire » comme les « bill brokers » de Londres, c'est-à-dire qu'ils ne garantissaient pas la bonne fin des opérations qu'ils avaient traitées. Il en va autrement depuis le développement des Sociétés de réescompte qui jouent un rôle analogue à celui des courtiers anglais.

L'ensemble du marché monétaire se trouvait autrefois placé sous le contrôle de la Banque de France qui réglait le volume du crédit offert en manœuvrant le taux de son escompte. L'accroissement considérable du volume des effets publics pour lesquels des facilités spéciales sont prévues contribua à diminuer l'importance de ce rôle traditionnel de l'Institut d'Émission.

Quelle que soit l'importance relative des divers éléments du

marché et le jeu des facteurs appelés à exercer une influence sur son fonctionnement, la rencontre de l'offre et de la demande de capitaux se réalise à un certain taux qui est celui pratiqué pour les opérations à court terme. Ce taux usuel du marché exerce une influence sur la fixation des taux officiellement prévus pour les divers types de bons du Trésor. Mais, comment se détermine ce taux ? Doit-il être bas ou relativement élevé ? Telle est la question qui fait à certaines époques l'objet de vives controverses.

B. — LE TAUX DE L'INTÉRÊT

Pour l'épargne qui s'investit à long terme, l'intérêt représente sans doute la récompense de la décision de ne pas dépenser un bien, de se priver d'une jouissance immédiate en échange de la promesse d'un bien futur. Les capitaux flottants qui s'emploient sur le marché monétaire sont orientés par des considérations psychologiques plus complexes parmi lesquelles le souci de sécurité s'oppose au désir de rentabilité. C'est pourquoi il est possible de dire à leur sujet que : « le taux de l'intérêt est à chaque instant la récompense de la renonciation à la liquidité et mesure la répugnance des détenteurs de monnaie à aliéner leur droit d'en disposer à tout moment » (1). Il est à un moment donné le prix auquel le désir de maintenir une richesse sous sa forme liquide — ce qui réserve la possibilité de lui donner l'emploi jugé le meilleur parmi tous ceux qui peuvent se présenter — se concilie avec la quantité de monnaie disponible. En bref, le taux d'intérêt sur le marché monétaire est le prix du « sacrifice de liquidité ». Ses mouvements sont basés sur les différences d'appréciation de la valeur de ce sacrifice en fonction de l'état économique et de la situation politique du pays.

Le point de vue de l'emprunteur sera essentiellement différent. Comme tout acheteur, il s'efforcera d'obtenir ce qu'il désire au moindre prix. Pour l'État, en période normale, le souci d'équilibrer le budget l'incitera à réduire dans toute la mesure du possible

(1) J. M. KEYNES. *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Payot, 1942.

la masse de ses dépenses incompressibles, nécessaires à l'entretien de la Dette et qui empêchent d'opérer tous les allégements fiscaux dont pourrait profiter l'économie du pays. En période d'endettement massif, l'équilibre ne peut être poursuivi avec rigueur, les charges d'intérêts s'alourdissent considérablement à la moindre élévation de taux et risquent d'éloigner les possibilités de retour à ce principe de saine gestion. Les entreprises industrielles et commerciales qui ont besoin de capitaux pour développer leur production s'efforceront de les obtenir sans que des charges financières viennent majorer sensiblement leurs prix de revient.

Certains économistes soulignent parfois les inconvénients qui résultent d'un taux d'intérêt trop faible et incitent ainsi les emprunteurs à se montrer plus généreux. Hausser le taux, c'est d'abord, disent-ils, le moyen infaillible de se procurer le plus de ressources possibles, ce qui est essentiel lorsque les besoins sont considérables. L'appât d'un taux élevé combat efficacement la thésaurisation et met en mouvement des richesses qui demeureraient dormantes, sans utilité économique. Enfin, un taux trop faible représente de lourds sacrifices pour ceux notamment qui prêtent à l'État et soutiennent constamment son crédit. Il ne permet pas une rémunération suffisante des services rendus par les banques et gêne la bonne marche de leurs opérations.

En réalité, comme nous le verrons en examinant le marché des bons du Trésor en France, la pratique du pensionnement et des opérations rotatives notamment, procure encore aux banques des bénéfices appréciables. Un faible taux d'intérêt diminue il est vrai les ressources que les détenteurs de capitaux liquides peuvent retirer de leur emploi. Mais cet inconvénient peut se trouver limité par une utilisation judicieuse des fonds d'après les diverses possibilités qu'offre le marché. Du reste, il ne semble pas indispensable de favoriser les possesseurs d'argent liquide au détriment des contribuables, car tôt ou tard il faut bien se résoudre, pour payer les intérêts, à renforcer les impôts. D'ailleurs, même dans les périodes de crise grave, les États s'efforcent toujours de couvrir par des ressources normales les charges de leur Dette.

Il reste alors le risque d'encourager la thésaurisation ou du moins de ne rien entreprendre d'utile pour la combattre. Or, cette

réaction psychologique des détenteurs de richesses est caractéristique des périodes de crise. Si le taux de l'intérêt représente effectivement le prix du sacrifice de liquidité, il est probable que ce sacrifice est jugé dans l'ensemble trop grand par rapport aux éventualités prévisibles et qu'aucun prix n'arriverait à l'équilibrer. Il existe ainsi un point où l'efficacité marginale d'une augmentation de taux se trouve pratiquement nulle.

Les partisans d'un faible taux d'intérêt ne manquent pas de faire ressortir par contre les inconvénients d'une hausse appréciable. Du fait de la solidarité qui existe entre les taux du court et du long terme, elle doit nécessairement entraîner des répercussions sur le marché financier où elle provoque une dépréciation des valeurs en bourse et des fonds publics, infligeant ainsi une forte perte en capital aux détenteurs de titres. Le recours au crédit est ainsi rendu plus onéreux, ce qui risque de gêner la production, d'augmenter le prix de revient des produits et d'accentuer la hausse des prix. Un taux faible favoriserait au contraire l'activité économique, permettrait à l'État de ménager ses contribuables et renforcerait le prestige de son crédit.

En réalité, il semble logique d'admettre que l'emprunteur doit payer le prix constaté par le jeu du marché pour cette marchandise un peu spéciale qu'est l'argent liquide. Cette solution est d'ailleurs la plus sûre, car l'argent raisonnablement rémunéré viendra s'offrir normalement. Si le trouble d'une période déterminée le tient délibérément éloigné de son emploi normal, ce n'est certainement pas par le simple jeu d'une élévation de taux qu'il pourra être rendu à son usage naturel.

§ 2. — L'organisation du marché des bons en France.

Cette organisation se caractérise à la base par l'existence d'un taux officiel sur un marché libre.

Le taux d'émission des bons est fixé par le Ministre des Finances à des intervalles qui sont couramment de plusieurs mois. Cette rigidité, si elle favorise dans une certaine mesure la stabilité des taux, ne permet qu'une adaptation très lointaine aux variations du loyer de l'argent sur le marché monétaire.

Procédé un peu artificiel, il présente l'inconvénient de toute taxation de prix sur un marché dont les éléments gardent la liberté de se mouvoir sans qu'une orientation d'ensemble leur soit imposée.

A. — LES BANQUES ET LES OPÉRATIONS ROTATIVES

Les facilités de mobilisation attachées aux bons du Trésor ouvrent toute une gamme de possibilités d'emploi aux fonds liquides.

Une banque qui désire effectuer le placement d'une somme pendant un délai de six mois par exemple, dispose des opérations suivantes :

- Souscription de bons à 6 mois,
- Achat, escompte ou prise en pension de bons déjà en circulation à 1 ou 2 ans ayant déjà respectivement 6 et 18 mois de durée,
- Souscription à des bons dont l'échéance est à plus de 6 mois mais qui seront « portés » seulement pendant ce temps et négociés ensuite.

Pour effectuer son choix, la banque tiendra compte des prix d'émission fixés par le Trésor, des prix de négociation actuellement en vigueur sur le marché et de ceux qu'elle prévoit devoir être pratiqués dans 6 mois.

A l'inverse, un détenteur de bons qui a besoin d'argent liquide peut :

- Les vendre à des acheteurs privés,
- Les présenter à la Banque de France à l'escompte, s'ils ont moins de 3 mois à courir, ou aux avances,
- Les mettre en pension auprès des banques ou de la Caisse des Dépôts.

Il prendra entre ces hypothèses celle qui lui paraît la plus avantageuse d'après les prix de reprise ou de négociation pratiqués.

En réalité, les banques disposent de fonds extrêmement importants qu'elles doivent faire fructifier au mieux sans pour cela compromettre leur liquidité. Non seulement elles essaieront de réaliser un placement simple au meilleur taux, mais en utilisant les possi-

bilités du marché elles engageront leurs fonds dans des opérations combinées dont le rendement réside dans la cadence rapide de transformation du portefeuille aux moments jugés favorables. C'est ainsi que pour un placement à 3 mois, qui ressort à 1,602 %, compte tenu des taux d'émission pratiqués par le Trésor, on peut obtenir en réalité un rendement de 1,97 % par le jeu suivant :

— Souscription d'un bon valeur nominale	
1.000 francs à 6 mois.....	990,70
— Remise à l'escompte de ce bon au bout	
de 3 mois à 1,75 %.....	995,625
— Revenu net pour 3 mois.....	<u>4,925</u>

Soit rendement : 1,97 %.

De même en souscrivant des bons à 2 ans d'échéance, puis en alternant habilement selon les taux les plus favorables du marché, l'escompte ou la mise en pension avec de nouvelles souscriptions d'effets, le rendement d'une somme engagée sur une période de 2 ans peut dépasser 3 %. Ceci tient évidemment à ce que les banques ont l'habitude de ne pas « nourrir » l'effet public jusqu'à l'échéance. Elles ont avantage à souscrire le plus souvent possible de nouveaux titres, afin de percevoir la commission de placement qui leur est attribuée. Enfin elles obtiennent par le jeu des facilités de mobilisation de véritables ouvertures de crédit qui leur permettent de retrouver la disposition de leurs fonds au moment qu'elles jugent le plus favorable pour réaliser de nouveaux emplois.

Ces opérations rotatives étaient pratiquées depuis longtemps déjà sur les bons de la Défense Nationale, en utilisant la mise en pension à la Caisse des Dépôts et Consignations.

En 1927, au début du fonctionnement de ce système de pensionnement, le taux de la pension était légèrement inférieur au taux d'intérêt des B. D. N. En pensionnant les bons qu'elle avait souscrits, la banque gagnait 1/8 % plus la commission et pendant la durée de la pension elle recouvrait son argent et pouvait le faire fructifier en le plaçant. En utilisant ce procédé, une banque d'importance moyenne avait réalisé au cours de l'année 1927 un bénéfice de 3 millions, comprenant la commission plus la différence

d'intérêt sur la pension et la vente, en entretenant en moyenne 150 millions de bons en pension (1).

Si des disparités de taux aussi avantageuses n'existent plus depuis lors, les opérations « rotatives » se sont par contre développées. En période de crise économique et de disponibilités monétaires abondantes notamment, les banques ne disposent guère plus sur le marché à court terme que des effets publics. Ceci explique qu'elles essaient de transposer sur cette matière nouvelle la même variété d'opérations qu'elles pratiquaient normalement dans les autres emplois à court terme (2).

B. — RÔLE DES SOCIÉTÉS DE RÉESCOMPTE

Les Sociétés de Réescompte servent généralement d'intermédiaire pour toutes ces opérations dont elles centralisent la plus grande partie. Pour exercer leur activité, les Sociétés d'Escompte qui ne peuvent recevoir de dépôts disposent, outre leur capital et leurs réserves, des capitaux empruntés sur le Marché. En pratique, elles sont en relation constante avec les Services de Trésorerie des divers établissements de crédit.

A l'ouverture du Marché, au début de la matinée, elles disposent de deux éléments principaux qui leur permettent d'orienter leurs transactions.

En premier lieu, la situation de leur Trésorerie établie pour plusieurs jours à l'avance d'après leur comptabilité.

L'état de leurs engagements classés en deux catégories :

- à échéances fixes,
- sous préavis de 24 ou 48 heures.

(1) Jacques SAUNIER. Le Trésor et les Banques. *Thèse Paris*, 1934, p. 245.

(2) Une décision de caractère général du comité permanent d'organisation professionnelle des banques du 9 décembre 1943 interdit aux banques et établissements financiers de prendre en pension des bons ou de les mettre en pension auprès de la clientèle, de prendre à son égard l'engagement d'escompter des bons non bancables, de lui rétrocéder tout ou partie de la commission, enfin de prendre à l'escompte ou de céder des bons à des taux inférieurs à certains taux limites périodiquement révisables.

Cette mesure devrait normalement restreindre la gamme des possibilités offertes dans les transactions avec les particuliers ou les entreprises privées.

Ceci permet aux opérateurs de mesurer dans le temps le poids des échéances de l'établissement et d'adapter en conséquence la durée ainsi que l'importance des nouveaux engagements qu'ils vont prendre. De même, si besoin est, d'accepter plus largement l'argent proposé pour des échéances rapprochées à 15 jours ou 1 mois.

Le deuxième élément servira de base de discussion pour fixer le cours auquel se réalisera l'opération, c'est le barème du prix de revient commercial théorique du bon. Il faut immédiatement noter que ce barème donne le taux théorique au jour déterminé, quelle que soit la catégorie, le type de bon. Dans les négociations du Marché, les bons perdent complètement leur individualité. Il n'y a par exemple aucune différence entre du « 4 mois » constitué par des bons à 6 mois après 2 mois de vie, et des bons à 1 an après 8 mois ou à 2 ans après 20 mois (1). Seule l'échéance importe donc et le barème étalonné sur 2 ans par fraction de 10 jours contient un cours théorique déterminé à l'avance pour toutes les échéances qui peuvent se présenter au cours de cette période de deux années.

Ce cours théorique est obtenu d'après :

Le taux d'émission augmenté de la commission de placement ramenée à l'année. Il est diminué des impôts et de la perte de jours subie par suite des divergences de calcul entre les conditions de l'émission et les conditions du réescompte commercial. Les taux ainsi réajustés servent de repère pour déterminer les cours théoriques à 3 mois, 6 mois et 2 ans. La différence entre ces taux de base est alors répartie mathématiquement dans l'intervalle en mois et décades, afin de donner les cours théoriques des périodes intermédiaires.

Ces parités théoriques ne serviront évidemment que de base de négociation, les taux réels oscillant autour de ces parités. Ils étaient à égalité en 1939 et sont actuellement légèrement supérieurs. Si les variations de taux sont pratiquement continues, d'un jour à l'autre, elles sont généralement très faibles en période

(1) Le bon d'épargne ne circule pas sur le marché monétaire parce que son échéance est trop longue.

normale. Les opérations se traitent d'ailleurs par 1/128° de point d'écart. Mais elles accusent nettement les réactions psychologiques provoquées par les événements de quelque importance.

Les Sociétés de Réescompte se procurent donc sur le marché monétaire les disponibilités à vue ou à très court terme que les Banques désirent employer. Elles les prennent au taux du loyer de l'argent. Puis, soit par souscription au Trésor, soit par achats sur le marché, suivant la solution la plus avantageuse pour l'échéance choisie, les placent en effets publics. Ces opérations aboutissent à la constitution d'un important portefeuille largement étalé avec des échéances multiples. En même temps, elles alimenteront à l'aide de ce portefeuille les demandes de bons qu'elles reçoivent.

Afin de ne laisser aucune encaisse improductive, les Banques acquerront des bons remboursables aux dates d'engagement prévues par leurs échéanciers. Ainsi la Banque pourra, le jour dit, porter les bons au remboursement aux guichets du Trésor et effectuer son échéance en espèces. Du reste, si elles ne possèdent pas dans leur portefeuille les bons dont l'importance et la durée correspondent à ce qui leur est demandé, les Sociétés de Réescompte, grâce à leur connaissance du marché, recherchent et trouvent aisément les contre-parties nécessaires.

En cas de crise, elles ont la possibilité de mobiliser leur portefeuille dans les mêmes conditions que les Banques, soit auprès de la Banque de France, soit auprès de la Caisse des Dépôts. Les échéances des effets de leur portefeuille doivent être composées non seulement de manière rentable, en fonction des cours pratiqués et des demandes de leur clientèle, pour tenir compte du taux auquel elles ont payé la grande majorité des fonds employés, mais aussi de manière liquide, afin d'avoir toujours du papier prêt à bénéficier des facilités de mobilisation accordées par ces deux Instituts. En pratique, elles ne gardent pas d'effets parvenus à trois mois de leur échéance, car ils représenteraient pour elle une immobilisation d'argent peu avantageuse, l'argent au jour le jour étant au même taux que l'argent à 3 mois (1 3/4). C'est donc surtout aux avances de 5 à 30 jours dans la limite du contingent qui leur

est accordé par la Banque de France et aux pensions qu'elles peuvent recourir en cas de crise grave du Marché.

L'Institut d'Émission exerce d'ailleurs à cette occasion son contrôle sur leur activité et peut les inciter à modérer l'importance de leurs engagements. Les Sociétés d'Escompte prolongent d'ailleurs son action sur le marché et lui évitent d'avoir à intervenir constamment pour régulariser les cours. Elles se placent constamment contre les tendances du marché et réalisent des arbitrages dans le temps ou même de place à place sur tout le territoire. Elles ne se bornent pas comme de simples courtiers à rechercher les contre-parties aux demandes qui leur sont présentées, mais prennent les opérations à leur compte en attendant un moment favorable. Par leur action permanente sur le marché, elles contribuent à assurer l'emploi de toutes les disponibilités liquides et ainsi favorisent le placement des bons.

C. — LA BANQUE DE FRANCE ET SES MOYENS DE CONTRÔLE

La première ligne de défense en cas de crise grave du marché est donc constituée par les Sociétés de Réescompte qui s'efforcent par leur activité de réduire l'importance des réactions qu'elle provoque. Mais la Banque de France dispose en dernier ressort de moyens d'une plus grande efficacité. Elle peut tout d'abord faire varier le taux de ses diverses opérations sur effets publics ou privés : taux de l'escompte pour les effets à trois mois d'échéance et taux des avances pour les autres. Corrélativement, la Caisse des Dépôts ajuste le taux de ses pensions. Si la Banque abaisse le taux, le crédit tend à devenir moins cher et le développement des différentes opérations se trouve encouragé. Si elle l'élève, au contraire, son usage se révélant plus onéreux, une restriction interne du crédit s'ensuivra et sous un régime d'étalon-or les capitaux flottants étrangers auront tendance à venir profiter des conditions avantageuses du marché, de sorte qu'un certain équilibre se trouvera rétabli.

La manœuvre des taux officiels constitue ainsi en situation normale un premier moyen d'action d'ensemble sur l'évolution du marché. Mais sous une forme déjà plus directe, la Banque peut

opérer un contingentement des demandes de crédit qui lui sont adressées. Si elle est obligée d'escompter sans limitation tout le papier bancable, par contre elle a toujours conservé la complète liberté d'apprécier dans quelle proportion par rapport à sa valeur nominale et jusqu'à concurrence de quel montant global des prêts pourraient être accordés sous forme d'avances. En contre-partie de l'aide qu'elle leur apporte, elle ne manque pas d'exercer une surveillance sur la gestion du portefeuille des établissements qui recourent à elle. Par là, elle contribue à orienter leur activité selon les circonstances, soit dans le sens d'une réserve prudente, soit dans celui d'une plus grande expansion.

Son intervention est enfin plus active encore lorsqu'elle participe effectivement au jeu du marché par l'Open Market Policy, c'est-à-dire par l'achat et la vente de certains effets. Cette possibilité nouvelle a été prévue par le décret-loi du 17 juin 1938 et les opérations de cette espèce sont comptabilisées à une ligne spéciale de son bilan.

Lorsqu'elle achète des effets, la Banque augmente la masse des moyens de paiement en circulation. En les vendant, elle diminue au contraire le volume de l'argent disponible sur le marché. Mais ces mouvements de grande envergure supposent pour être efficaces la mise en œuvre de moyens en rapport avec l'importance de l'offre et de la demande de capitaux. Pratiquement, la Banque est intervenue dans la période difficile du printemps 1940 pour absorber les offres massives de bons qui risquaient d'encombrer le marché et de provoquer une hausse des taux pratiqués. Plus récemment, lors des événements de novembre 1942, le portefeuille d'effets détenus par la Banque, qui était à son minimum le 22 juin avec 6.595 millions, s'est élevé à son maximum le 13 novembre avec 10 milliards. La différence entre ces deux chiffres, qui est d'un peu plus de 3 milliards, mesure l'aide apportée par la Banque au marché.

Elle s'attache surtout d'ailleurs à jouer un rôle courant de régulateur du marché plutôt que d'essayer d'amortir ses mouvements profonds. Par l'Open Market, elle pratique surtout des opérations d'arbitrage de bons, achetant et vendant simultanément des bons d'échéance différente. Sa masse de manœuvre se trouve ainsi cons-

tamment approvisionnée en bons de durée différente et par cet échelonnement peut efficacement satisfaire en temps opportun les demandes du marché. Pratiquement, elle achète surtout du papier long, moins facilement négociable en cas de crise, et vend le papier court, qu'elle a « nourri » pendant une partie de sa durée et qui est devenu très recherché ou peut même venir au réescompte. Ainsi sa masse de manœuvre se renouvelle constamment et peut exercer son influence sur le marché, en régularisant les cours pratiqués, afin d'empêcher que des écarts trop considérables ne viennent troubler les conditions d'émission des diverses catégories de bons.

§ 3. — Le système anglais.

Le marché anglais des bons du Trésor se caractérise, contrairement au système français actuel, par l'existence d'un taux libre sur un marché organisé.

La place de Londres possède en effet de longue date un véritable marché monétaire autonome et dont l'organisation repose sur de solides traditions. Son mécanisme est lié au fonctionnement du système bancaire anglais qui présente le double avantage d'une grande concentration des disponibilités et d'une spécialisation des établissements, suivant la nature des opérations constituant le commerce de banque.

Les banques de dépôt reçoivent des ressources extrêmement importantes puisqu'elles ont pour mission de régler une très grande partie des transactions, les paiements n'étant effectués en espèces monétaires que pour de petites sommes, dans ce pays où la pratique du chèque est très développée (1).

La plus grande partie des dépôts bancaires se trouve d'ailleurs centralisée dans les cinq principaux établissements de crédit, les « Big Five ». Afin de faire fructifier les sommes considérables qui leur sont confiées, les banques gardant une faible encaisse à leur compte à la Banque d'Angleterre, vont placer couramment sur le

(1) SUZET. Le marché monétaire de Paris. *Thèse Paris*, 1935, estime que 90 % des paiements sont effectués par chèque ou par virement de compte à compte.

marché monétaire les avoirs correspondant à une liquidité immédiate. Mais elles n'interviendront pas directement, se bornant à confier des fonds aux établissements spécialisés sous la forme de prêts, soit au jour le jour « call money », soit pour une durée de 7 jours au maximum « short notice money » ou sous forme d'avances sur garantie d'effets publics et privés.

Ce sont les maisons d'escompte « Discount Houses » et les courtiers « Bill Brokers » qui se chargeront d'utiliser effectivement ces fonds en opérations sur le marché. Cet apport extérieur représente environ 90 % de leur financement, le reste étant constitué par leurs capitaux propres et les dépôts que ces deux catégories d'escompteurs sont autorisés à recevoir. Cette situation les rend évidemment étroitement dépendants des conditions du loyer de l'argent sous ses différentes formes (1).

Courtiers et maisons d'escompte ne sont pas que de simples intermédiaires, mais achètent les effets pour leur propre compte, les groupent par catégories et dates d'échéance, afin de pouvoir les vendre dans les meilleures conditions. Leurs bénéfices résultent : d'une part, de la différence entre le taux qu'ils paient pour l'argent qu'ils se procurent et le taux de rendement moyen de leur portefeuille d'effets ; d'autre part, de l'écart entre les cours pratiqués pour l'achat à la source des acceptations de banques « Bank Bills » et des bons du Trésor « Treasury Bills » et les cours auxquels ils les revendent aux divers établissements non spécialisés. Leur activité est précieuse pour tous les établissements de crédit qui trouvent ainsi un remploi immédiat de leurs disponibilités à un taux rémunérateur, tout en leur conservant une liquidité quasi absolue. Lorsque des rappels de fonds sont brusquement nécessaires, les maisons spécialisées les satisfont immédiatement en négociant leur portefeuille et, en dernier recours, présentent des effets au réescompte de la Banque d'Angleterre ou en garantie des avances qu'elle accorde.

Ils jouent ainsi un rôle d'arbitrage et régularisent les mouvements du marché qui conserve grâce à eux une grande souplesse.

(1) Sur le marché anglais, voir R. J. TRUPTIL. Le système bancaire anglais et la place de Londres. *Sirey*, 1933.

L'organisation bancaire anglaise comprend enfin une dernière catégorie d'établissements spécialisés : les maisons d'acceptation « Acceptance Houses ». Constituées à l'origine par les grandes maisons de commerce, en relation d'affaires avec l'étranger, elles acceptent les traites internationales. Mais elles se bornent simplement à donner leur signature et ne les monnaient pas. Cette dernière opération entre dans l'activité des « Bill Brokers ».

L'Institut d'Émission qui domine toute cette organisation doit assurer le contrôle et la discipline du marché. Il dispose tout d'abord du jeu traditionnel de l'escompte dont le taux plus ou moins élevé exerce une influence sur le volume du crédit à court terme. Mais dans les périodes de trouble économique, ce jeu de l'escompte risque d'être inefficace et des modifications trop fréquentes du taux ne manquent pas d'entraîner des perturbations dans les affaires industrielles ou commerciales ; c'est pourquoi la Banque d'Angleterre a complété son action par la pratique de l'Open Market Policy. Par l'achat et la vente des effets publics ou privés sur le marché en temps utile, elle a provoqué des variations dans les cours du marché sans avoir à modifier le taux officiel de l'escompte.

Les autorités financières anglaises exercent d'ailleurs également leur influence par l'ampleur plus ou moins grande des émissions de « Treasury Bills ».

Les bons du Trésor vont pénétrer sur ce marché bien organisé à un taux librement débattu, correspondant exactement aux cours pratiqués pour l'argent à court terme. Ils sont en effet vendus chaque semaine par adjudication et attribués aux soumissionnaires qui ont offert leurs disponibilités au meilleur compte. A égalité de cours, sont admissibles les offres dont la date de versement dans la semaine est la plus commode pour le Trésor. En pratique, les soumissions doivent être adressées chaque vendredi avant 13 heures à la Banque d'Angleterre. Le résultat de l'adjudication est annoncé au début de l'après-midi du même jour en même temps qu'est également indiqué le montant offert pour soumission la semaine suivante. Les offres qui ne doivent pas être inférieures à 50.000 £ sont faites au prix que les souscripteurs sont disposés à payer pour tout ou partie du montant émis. Le prix offert est

calculé en déduisant de la somme qui sera reçue à titre de remboursement lors de l'échéance des bons un certain pourcentage représentant l'intérêt des sommes qu'ils avancent pendant la durée d'existence des bons. C'est en somme un calcul d'escompte qu'ils effectuent en tenant compte du taux pratiqué à ce moment pour le loyer de l'argent sur le marché.

Les souscriptions les plus avantageuses sont alors admises dans l'ordre jusqu'à épuisement du montant prévu pour l'émission.

Ainsi, le vendredi 1^{er} décembre 1939, sur un montant global de 65.000.000 de £, les soumissions à 99,14 % furent attribuées seulement à raison d'environ 42 %, tandis que celles au-dessus de ce taux furent entièrement réparties.

En principe, seuls les établissements financiers sont admis à soumissionner : banques, maisons d'escompte et Bill Brokers. Une pratique récente semble amener les cinq grandes banques « Big Five » à ne plus faire de soumissions pour leur propre compte, leurs besoins se trouvant satisfaits par acquisition des bons sur le marché. Les établissements spécialisés sont donc les clients principaux de l'adjudication.

Les bons qui sont remis en coupures minimum de 5.000 £ rapportent un intérêt faible qui n'est jamais très supérieur à 1/2 % (1) ; ils sont d'un type unique, à 3 mois d'échéance, et donc escomptables par la Banque d'Émission pendant toute leur durée. Si les besoins du Trésor deviennent à une certaine période plus considérables que les offres faites à un certain taux, le taux moyen des adjudications augmente. Les disponibilités sont alors attirées et les cours pratiqués sur les autres compartiments du marché s'élèvent parallèlement. Dès qu'ils se rapprochent du taux de la Banque d'Émission, le marché se réapprovisionne automatiquement en argent liquide par la voie du réescompte. Une crise de trésorerie est pratiquement impossible dans un système de ce genre, le Trésor est toujours sûr de pouvoir être approvisionné puisqu'il accepte toujours de payer le taux du marché. Quelles que soient les fluctuations du volume du crédit, ce taux se fixera

(1) Déduction faite de « l'income tax » qui fait apparaître un taux courant plus élevé.

toujours obligatoirement au niveau nécessaire pour fournir au Trésor les disponibilités dont il a besoin.

La parfaite stabilité de ce système basé sur le libre jeu des taux du marché présente des avantages incontestables.

Sécurité pour le Trésor et aussi économie, car il ne se procure des ressources que le jour où il doit les utiliser et, lorsque des excédents sont constatés, ils donnent lieu immédiatement à une réduction équivalente du montant des bons émis. Les remboursements de ces titres d'un type unique, d'échéance uniforme, dont les émissions sont bien échelonnées sur tout le courant de l'année, s'effectue avec facilité par des émissions supplémentaires. Le produit des remboursements vient d'ailleurs lui-même fournir des ressources pour la souscription de nouveaux bons.

Pour l'économie du pays, les avantages découlant de cette liberté des taux ne sont pas moindres. Tout emprunteur est sûr de pouvoir trouver les fonds qu'il demande au moment précis où il en a besoin, à la condition de pouvoir offrir en contre-partie les garanties exigées dans le compartiment du marché auquel il s'adressera. De même tout détenteur de disponibilités n'aura aucun intérêt à les garder stériles en caisse, puisqu'en les plaçant en titres vendables sur le marché, il sera certain de pouvoir réaliser ces titres au moment précis où il en aura besoin et retrouver ainsi le libre usage de ses disponibilités. Il ne pourra jamais craindre de s'être engagé dans une souricière. Ainsi les encaisses et fonds de roulement seront réduits au minimum possible. Les entreprises auront la possibilité d'employer toutes les ressources disponibles et de diminuer leurs charges financières, allégeant ainsi leurs prix de revient.

Cet appui constant que le marché apporte tant au développement de l'économie du pays qu'au fonctionnement régulier de la Trésorerie, est-il possible de l'obtenir en France d'un marché qui serait organisé suivant les mêmes principes ? Certes il ne saurait avoir une ampleur comparable. La masse des capitaux en quête d'emploi est beaucoup moins considérable ; elle n'est pas aussi fortement centralisée, mais se trouve au contraire fractionnée entre les grands établissements de crédit, les autres banques et les organismes publics ; enfin la spécialisation des différents instituts char-

gés de gérer le crédit à court terme est à peine ébauchée. L'étude du marché anglais des bons du Trésor semble cependant pouvoir inspirer les éléments d'une réforme du système français.

§ 4. — Éléments d'une réforme en France.

Le système de l'adjudication serait très difficile à introduire en France. Il impliquerait un changement brutal par rapport aux habitudes courantes, mais surtout il est assez peu probable qu'il soit bien adapté au tempérament français. Bien que ce procédé paraisse présenter toutes les garanties, son usage dans des opérations de caractère beaucoup moins délicat n'a pas été suffisamment concluant pour que l'on songe à l'appliquer à des opérations financières. Mais il semble que la méthode anglaise d'émission soit bonne et puisse être adaptée au système français.

Les bons pourraient être lancés périodiquement par tranches successives, toutes les semaines par exemple, à la suite de négociations entre le Trésor et certains intermédiaires qui seraient seuls admis à souscrire directement. Les établissements spécialisés travaillant sur le marché monétaire, du type des Sociétés de Réescompte, auraient seuls cette faculté. Les grands établissements de crédit à l'imitation des « Big Five » de Londres devraient acquérir les bons sur le marché. Ils auraient d'ailleurs la possibilité de créer des filiales sous la forme de Sociétés de Réescompte, par des initiatives comparables à celle qui avait amené en 1929 l'institution de la Banque Française d'Acceptation.

Ces Sociétés devraient continuer à être classées dans la catégorie des établissements financiers, selon les conditions prévues par la loi du 13 juin 1941, sur l'organisation bancaire. Elles ne pourraient donc, contrairement à la pratique anglaise, recevoir des dépôts. Mais cette solution aurait le double avantage d'éviter tout reproche de concurrence aux banques de dépôt et surtout de les axer nettement dans leur rôle sur le marché monétaire. En dehors de leurs capitaux et de leurs réserves, elles seraient dans l'obligation d'opérer l'essentiel de leur financement sur le marché. Elles dépendraient donc des taux auxquels l'argent à court terme leur serait prêté par les établissements de crédit. Cette dépendance

demeurerait la contre-partie indispensable de leur avantage de souscripteurs directs du Trésor.

La spécialisation de ces établissements et leur développement permettraient peut-être de créer en France un véritable marché monétaire autonome dont l'organisation n'est qu'à peine amorcée. Drainant toutes les disponibilités en quête d'emploi, ils pourraient les centraliser afin de donner plus d'ampleur au marché et les utiliser également aux opérations sur effets de commerce, acceptations de banques ou autres emplois à court terme.

Les effets du Trésor demeureraient en permanence le papier de premier choix, traité à un cours voisin, mais toujours légèrement supérieur à celui des effets privés, en raison de sa signature qui ne saurait être discutée. Il y aurait sans doute avantage à ramener les bons en circulation à deux types d'usage courant. Il semble en effet préférable d'orienter le marché sur quelques types simples de titres publics ou privés, qui serviraient de base à ses opérations. Un bon à 3 mois d'échéance, et donc escomptable à la Banque de France pendant toute sa durée, émis en coupures de 100.000 fr. au minimum, constituerait pour les grandes entreprises un instrument de liquidité de premier ordre.

Un second type de bon à un an d'échéance, émis en coupures de 10.000 francs au minimum, viendrait le compléter. Il serait destiné aux entreprises moins importantes et se prêterait à une immobilisation plus rentable. Les facilités actuellement prévues pour assurer la mobilisation des bons du Trésor sous forme de pensionnement ou d'avances lui seraient évidemment maintenues.

Dans un régime financier normal où le bon serait seulement utilisé comme moyen de trésorerie, il semble que ces deux catégories de titres seraient suffisantes. Si le problème des ressources dépassait le cadre de l'année dans laquelle le budget s'exécute, il conviendrait de le résoudre par le recours aux formules de crédit à moyen ou long terme.

Le bon du Trésor abandonnerait ainsi la clientèle du grand public et spécialement les souscripteurs des milieux agricoles. Mais il semble souhaitable en temps normal de ne pas attirer vers les placements à court terme des fonds d'épargne, mais seulement des fonds qui, par leur nature même, doivent garder une certaine

liquidité. Afin de ne pas perdre le contact avec cette clientèle, le petit épargnant pourrait être admis à souscrire directement aux guichets des comptables publics ou des banques des bons d'épargne à 3 ou 4 ans d'échéance, en petites coupures et pour lesquels quelques cas simples de remboursement anticipé seraient prévus. L'intérêt de ces titres demeurerait fixé selon l'usage actuellement en vigueur.

Par contre, le système d'émission admis pour les bons du Trésor devrait permettre de rompre avec leur fixation rigide et cette stabilité des taux dont les inconvénients ont été maintes fois signalés (1). C'est d'abord l'extrême vulnérabilité du Trésor en présence des événements qui amènent une augmentation rapide du loyer de l'argent sur le marché, qu'il s'agisse de crises politiques intérieures ou extérieures provoquant des retraits dans les banques, ou d'une brusque augmentation de l'activité économique et d'une hausse des prix. Également la difficulté qu'éprouve la Banque de France à manœuvrer son taux d'escompte pour contrôler le marché puisque, ce faisant, elle risque d'inciter les détenteurs de disponibilités à abandonner les bons du Trésor trop peu rémunérateurs. Enfin, les taux mêmes de souscription n'étant jamais exactement adaptés à ceux pratiqués pour les autres emplois à court terme, il en résulte qu'en période de taux décroissants, dont le mouvement n'est suivi par le Trésor qu'avec un certain retard, l'obtention d'un bon procure aux bénéficiaires un supplément d'intérêt qui est un véritable cadeau, tandis qu'en période de hausse des taux le placement en bon moins rémunérateur que les autres formes d'investissement représente un sacrifice dont il est difficile de demander aux détenteurs de capitaux d'accepter la charge.

Il est donc indispensable de maintenir à cet effet public sa clientèle en l'offrant toujours à un taux suffisant pour que les porteurs n'aient aucun avantage à faire de leurs disponibilités un emploi différent. Pour cela il faut que le Trésor accepte de payer toujours le prix couramment pratiqué pour l'argent à court terme et donc

(1) Voir notamment l'article de M. Jacques RUEFF : Le mécanisme de l'escompte et le taux des bons de la Défense nationale, dans la *Revue politique et parlementaire*, juillet 1926.

qu'il adapte constamment les taux d'émission de ses bons aux conditions du marché. A cet effet, le système d'émission des bons par tranches successives chaque semaine pourrait permettre de fixer leur prix avec assez de souplesse. Le montant de ces tranches serait déterminé en fonction des besoins du Trésor et des offres du marché pour le taux qui serait proposé par l'Administration. Si les demandes des établissements spécialisés étaient supérieures au montant prévu pour la tranche, il y aurait lieu à réduction proportionnelle ; dans le cas contraire, le taux proposé serait immédiatement relevé pour susciter immédiatement de nouvelles demandes. Les négociations pourraient avoir lieu chaque samedi dans la matinée et les taux officiellement pratiqués seraient publiés avec le bilan de la Banque de France (1) dans la soirée du même jour. Ils serviraient ainsi de base à partir du lundi suivant pour toutes les opérations effectuées sur le marché monétaire. Rien ne s'opposerait, semble-t-il, à ce que les variations de taux d'une semaine à l'autre soient extrêmement faibles, de l'ordre du 1/128^e de point par exemple qui est l'unité de négociation sur le marché, afin de pouvoir suivre de plus près la fluctuation des cours qui y sont pratiqués (2).

Les autorités financières ne perdraient pas d'ailleurs de ce fait le contrôle du marché. Non seulement la manœuvre du taux de l'escompte de la Banque de France pourrait permettre d'exercer une action sur le volume du crédit à court terme, les taux de pensionnement à la Caisse des Dépôts ou d'avances à la Banque étant rajustés également par voie de conséquence, afin de régler l'importance des facilités de mobilisation offertes, mais encore ces deux établissements pourraient, à l'aide des importants portefeuilles d'effets dont ils disposent, contrôler les mouvements du marché. L'utilisation de l'Open Market Policy menée par eux en parfaite coordination régulariserait les écarts par l'arbitrage des échéances et des divers types d'effets ; elle permettrait en outre dans les pério-

(1) M. RUEFF, *op. cit.*, indique cette modalité de publication des taux. Le bilan de la Banque de France pouvant très bien paraître à l'avenir le samedi.

(2) Sur le marché de Londres, le taux des bons varie par fraction de cinq millièmes de point.

des de crise plus importante de freiner les mouvements de grande ampleur et de faciliter la tâche du Trésor.

Il semblerait ainsi préférable d'agir indirectement sur les prix d'émission en contrôlant les mouvements d'offre et de demande de capitaux à court terme, plutôt que de fixer par voie d'autorité un taux nécessairement assez artificiel. Les ressources que le Trésor se procurerait ainsi seraient peut-être parfois un peu onéreuses, mais il y gagnerait une plus grande autorité et en même temps les moyens nécessaires pour pratiquer une politique de défense de la monnaie se trouveraient considérablement renforcés.

*

* *

Ce système n'a évidemment quelques chances de fonctionner que dans les périodes où le Trésor n'est pas obligé d'émettre à guichets ouverts. C'est-à-dire dans les périodes normales où le bon remplit seulement son rôle traditionnel de moyen de trésorerie. En temps de guerre, la préoccupation d'obtenir des ressources prime toutes les autres et les perfectionnements apportés au mécanisme du crédit sont utilisés exclusivement à cette fin.

L'organisation d'un véritable marché monétaire, que l'Angleterre connaissait déjà depuis longtemps, fit à peu près complètement défaut dans la plupart des pays belligérants au cours de la guerre 1914-1918. Le bon parvint cependant à jouer un grand rôle comme procédé de financement, grâce à la faveur du grand public. En France, la crise des finances publiques et le développement du second conflit mondial conduisirent à une utilisation plus rationnelle du bon grâce à l'amélioration de la technique du marché monétaire.

DEUXIÈME PARTIE

LE BON DU TRÉSOR — PROCÉDÉ DE FINANCEMENT

Les guerres modernes exigent la mise en œuvre de moyens exceptionnellement importants. La réunion du matériel, des approvisionnements, du personnel et les conditions de leur emploi imposent aux États belligérants des dépenses considérables qui sont hors de proportion avec celles qu'ils assument courageusement. Pour y faire face, ils doivent donc recourir aux différents moyens d'obtenir des ressources que leur offre la technique financière.

Parmi ceux-ci, l'impôt est certainement le plus sain. Il représente un prélèvement de caractère définitif qui s'exerce sur les contemporains des événements vécus par la Nation. Or, le flux des dépenses publiques doit précisément entraîner une notable augmentation de certaines ressources privées. Il semble donc logique qu'un aménagement du système fiscal permette d'éviter que des citoyens s'enrichissent abusivement alors que d'autres supportent de lourds sacrifices.

L'effort fiscal interprété comme un signe de gestion financière énergique, inspire confiance et renforce le crédit de l'État ; enfin, les prélèvements ainsi réalisés restreignent la puissance d'achat des particuliers, qui s'exerce sur des biens limités par une production forcément réduite, et ils facilitent dans une certaine mesure la stabilité des prix.

Malheureusement les ressources provenant du rendement des impôts ne peuvent pas être accrues dans des proportions suffisantes pour pouvoir couvrir intégralement la masse des dépenses publiques. Une fiscalité excessive risquerait d'ailleurs de provoquer

une asphyxie économique et de compromettre ainsi l'effort de productivité indispensable à la bonne conduite de la guerre. L'État est donc obligé de recourir au crédit sous ses différentes formes.

L'emprunt à long terme lui permet de reporter sur les générations futures l'échéance des dépenses présentes. Avec la paix, le retour à une vie économique normale accroîtra les facultés contributives du pays et l'extinction des dettes ainsi contractées pourra être progressivement assurée. Non seulement ce procédé ne réalise pas une couverture définitive de la dépense, mais pour les ressources ainsi obtenues l'État doit, dès le début, payer un intérêt dont la charge pèse souvent lourdement sur son budget. Cependant cette forme d'appel au crédit présente l'avantage de ne pas engager le sort de la monnaie, dont la valeur doit au contraire être présumée intangible par le prêteur qui accomplit ainsi un acte de foi dans l'avenir du pays. Pour être possible et d'un gros rendement, l'emprunt à long terme doit être lancé sur un marché financier où les capitaux sont abondants et à une époque dont le « climat politique » est dominé par des réactions psychologiques de confiance.

Les avances de l'Institut d'Émission présentent des caractères inverses. D'un rendement immédiat, elles sont possibles à tout moment et leur importance ne trouve sa limite que dans la sagesse des autorités financières. Mais elles risquent de conduire à la dépréciation de la monnaie qui engendre la hausse des prix. Ainsi peut se déclencher un processus d'inflation avec ses redoutables conséquences économiques et sociales.

Les emprunts à court terme, dont le bon du Trésor constitue l'un des types le plus courant, sont une forme de financement intermédiaire par rapport aux deux précédentes. Sans imposer au budget de trop lourdes charges d'intérêt — leur taux étant généralement faible — ils permettent d'ajourner provisoirement l'échéance des dépenses publiques. Leur placement est d'un gros rendement, lorsque les disponibilités sans emploi sont abondantes. C'est précisément le cas en temps de guerre, où les espèces augmentent par le canal des dépenses publiques, alors que les biens consommables diminuent, l'effort de production se trouvant orienté vers des œuvres de destruction. Il suffit seulement que les

souscripteurs n'aient aucune inquiétude pour l'avenir immédiat.

Mais, évidemment, l'accumulation des bons crée une dette flottante importante qui doit être périodiquement renouvelée. Son évolution est soumise assez étroitement au rythme des événements. Dans la mesure où l'État serait obligé de recourir aux avances de l'Institut d'Émission pour enrayeur un mouvement de déconsolidation de la dette flottante, celle-ci représenterait une menace latente d'inflation. Cependant des mesures prises en temps utile par les autorités compétentes peuvent éviter cet inconvénient. Aussi ce procédé souple et pratique a-t-il été largement utilisé tant en France qu'à l'étranger pour assurer le financement des deux dernières guerres.

LIVRE I

LE FINANCEMENT DE LA GUERRE 1914-1918

Les pays belligérants ont eu recours aux divers procédés de financement qui viennent d'être énoncés. Mais le problème à résoudre n'était pas partout identique. Le degré de préparation au conflit, l'incidence des premières mesures militaires, la situation financière du moment ont placé chaque État devant des conditions différentes. Chacun d'eux aussi a réagi en fonction de sa structure économique et financière. De sorte que les procédés employés, bien que techniquement très voisins, n'ont pas tous été utilisés dans la même mesure et parfois se sont développés selon des méthodes originales.

CHAPITRE PREMIER

EN FRANCE

SECTION I. — *Les données du problème.*

Le financement de la guerre en France a été rendu plus difficile par une insuffisante préparation des mesures destinées à parer à cette éventualité (1). Les événements s'imposèrent par contre avec soudaineté sans laisser de répit à ceux qui devaient adapter nos institutions à ce nouvel effort et obtenir les ressources indispensables pour la bonne conduite des opérations.

§ 1. — Les conséquences de l'évolution politique précédente.

Depuis les dernières années du xix^e siècle, notre pays souffrait d'un assez grand relâchement de ses mœurs politiques, caractérisées par l'abus des tractations électorales et des manœuvres parlementaires. Il en résultait une mauvaise gestion des finances publiques. Les budgets étaient votés en retard et souvent en déficit. L'équilibre n'était assuré que par le recours aux moyens de trésorerie.

Ainsi s'accroissait la charge de la dette publique. Légèrement amortie dans la période de redressement immédiatement postérieure à la défaite de 1870, elle s'était augmentée considérablement durant la longue période de paix qui suivit. Pourtant l'essor économique du pays et l'accroissement des ressources qui en résultaient eussent permis de diminuer notablement son importance. Au 1^{er} janvier 1914, elle était de 33 milliards de francs équivalant à peu près à une année d'un revenu national qui était estimé alors

(1) Voir G. LACHAPPELLE. *Les Finances de la III^e République*, Flammarion, 1937.

à 35 milliards environ. C'était à cette époque une des plus lourdes dettes d'État.

L'insuffisance de l'effort demandé au pays s'expliquait en partie par l'imperfection de notre système fiscal de contributions directes. Celui-ci composé d'impôts réels, assis de préférence sur les signes extérieurs de richesse, perçus forfaitairement et selon un tarif strictement proportionnel, ne permettait pas de suivre avec exactitude les mouvements de la matière imposable. Sa réforme avait fait l'objet de longues discussions dans les assemblées et finalement la loi du 15 juillet 1914 venait d'instituer un impôt général sur le revenu. Les vieilles contributions continuaient à frapper diverses catégories particulières de revenus.

Ce régime hybride — compromis entre un système discrédité et un programme nouveau, partiellement adopté, auquel ni le contribuable, ni l'Administration n'étaient habitués — se prêtait assez mal à des prélèvements rigoureux sur une matière imposable devenue essentiellement mouvante. Il excluait ainsi toute possibilité de réaliser de gros rendements et d'apporter une aide efficace à l'œuvre de financement qu'il fallait entreprendre.

§ 2. — Situation résultant de la guerre.

La vie économique du pays s'est trouvée dès le début fortement désorganisée par le jeu des événements militaires et leurs conséquences. Tout d'abord la mobilisation, dominée par le souci d'égalité et la croyance à une guerre courte, atteignit plus de 8 millions d'individus, soit plus de 20 % de la population. Elle ne permit pas au début de laisser en place les hommes qui étaient indispensables au maintien de la vie du pays au cours d'un conflit de longue durée.

Bien plus grave devait être l'invasion dès le deuxième mois des hostilités d'un territoire comprenant dix départements de la région de beaucoup la plus riche. La perte de la moitié de ses mines de charbon, de son plus important bassin de minerai de fer, d'une fraction considérable de sa grande industrie devait diminuer notablement la puissance productive du pays et limiter ses facultés contributives.

Enfin, dès les premières menaces du conflit, l'opinion publique, mal préparée à cette éventualité, s' alarma. La situation inquiétante de la bourse obligea à suspendre provisoirement la liquidation des opérations à terme qui devait avoir lieu le 31 juillet. Les banques de dépôt furent assaillies de demandes de remboursement. Malgré l'aide de la Banque de France qui réescompta jusqu'à 3 milliards d'effets, elles ne pouvaient mobiliser immédiatement, pour rembourser leurs dépôts ou comptes courants, les sommes placées en reports, avances sur titres ou valeurs non négociables à la Banque de France. Un établissement donnant des signes de faiblesse, le 9 août 1914 le Gouvernement décréta le moratoire des dépôts et la prorogation des échéances.

Les effets d'un grand nombre d'obligations civiles et commerciales furent ainsi suspendus, en particulier le paiement des coupons, intérêts et dividendes, le remboursement des obligations, le paiement des loyers et baux à ferme qui se trouvaient prorogés par voie d'autorité. Ces mesures apportèrent un trouble profond dans le mécanisme délicat du crédit et elles démoralisèrent les milieux commerciaux. Elles contribuèrent ainsi à aggraver la situation économique du pays.

Ce dernier fut cependant obligé de faire face pendant près de cinq ans à des dépenses extrêmement importantes. Alors que le budget de 1914 se serait élevé — y compris les comptes spéciaux — à 6 milliards environ, soit une trentaine de milliards pour la période considérée — en supposant un rythme normal des dépenses publiques — les dépenses soldées par le Trésor du 4 août 1914 à la fin de 1919, s'élevèrent à plus de 200 milliards. Les dépenses résultant de la guerre sont généralement estimées à 180 milliards environ.

SECTION II. — *La solution.*

Pour se procurer les ressources nécessaires, l'État fit appel aux procédés de financement habituels en période de crise. Mais la situation du pays l'obligea à utiliser un nouveau système de bons à court terme grâce auquel il allait pouvoir puiser aux forces vives de la Nation, dans cette épargne dont la puissance est traditionnelle en France.

§ 1. — Le Bon du Trésor et les autres procédés de financement.

a) FAIBLE IMPORTANCE DE LA FISCALITÉ

La situation économique au début du conflit se prêtait assez mal à un vigoureux effort fiscal. Il était d'ailleurs indispensable de tendre toutes les énergies afin que le moral de la Nation puisse résister à l'épreuve. Aussi les autorités compétentes déclarèrent-elles qu'elles ne voulaient pas accroître les charges si lourdes que le pays supportait.

La mise en vigueur de l'impôt général sur le revenu fut ajournée jusqu'au 1^{er} janvier 1916. Ce n'est que vers le milieu de la même année qu'un relèvement des impôts existants fut décidé. En même temps deux nouvelles contributions adaptées aux circonstances étaient créées : la contribution extraordinaire sur les bénéfices de guerre, le 1^{er} juillet, et la taxe exceptionnelle de guerre frappant les non-mobilisés, le 30 décembre 1916. Au total, la fiscalité ne devait pas permettre de couvrir plus de 16 1/2 % des dépenses de la période d'août 1914 à la fin de 1919.

b) LES AVANCES DE LA BANQUE DE FRANCE

Une loi du 5 août 1914, ratifiant la convention passée dès le 11 novembre 1911 par le Trésor avec la Banque de France, relevait le plafond des avances et supprimait la convertibilité des billets. L'utilisation de ce procédé se justifiait parfaitement au début des hostilités, car il permettait seul de fournir des ressources immédiates, en attendant la mise en œuvre d'une méthode de financement. Malheureusement, si pendant les trois premières années du conflit le montant des avances fut relativement modéré, leur importance devait croître considérablement au cours des dernières années et entraîner une augmentation parallèle de la circulation fiduciaire.

	<i>Avances de la Banque</i> (en millions de francs)	<i>Circulation fiduciaire</i> (en millions de francs)
Fin 1914.....	3.900	10.042
» 1915.....	5.000	13.216
» 1916.....	7.400	16.586
» 1917.....	12.500	22.336
» 1918.....	17.150	30.250
» 1919.....	25.500	37.275

L'augmentation de la circulation fiduciaire était d'ailleurs sensiblement supérieure à celle des avances. Ce phénomène était dû non seulement au retrait de la circulation des monnaies d'or et d'argent, mais aussi en grande partie aux nouvelles habitudes prises par le public à la suite du moratoire. Les particuliers diminuaient le montant de leurs dépôts dans les banques et pour parer à toute éventualité conservaient en argent liquide une grande partie de leurs disponibilités. Les commerçants effectuaient très souvent désormais leurs transactions au comptant. Le rôle du crédit et de la monnaie de banque se trouvait ainsi limité, tandis qu'augmentaient les besoins en billets.

C'est en vain que les autorités financières s'efforcèrent de favoriser l'emploi du chèque — dont le statut fut réformé par une loi du 2 août 1917 — et la pratique des virements par compensation. Le montant des dépôts dans les banques fut très loin de suivre la même évolution que la circulation monétaire.

(1)	Comptes courants particuliers (Solde au bilan annuel de la Banque de France) (millions de francs)	Dépôts dans les banques (d'après le bilan annuel) (millions de francs)
1913	575	5.957
1914	2.651	4.317
1915	2.076	4.424
1916	2.191	5.265
1917	2.875	7.382
1918	2.366	8.559

(1) Voir A. POSE. *La monnaie et ses institutions*, p. 388. Presses Universitaires de France, 1942.

La comparaison des deux tableaux précédents montre que, de 1914 à 1918, tandis que la circulation a plus que quintuplé, le montant des dépôts ne s'est élevé que de 1,5. Et même jusqu'à la fin de l'année 1916, le chiffre des dépôts est resté inférieur à ce qu'il était immédiatement avant les hostilités. Rien ne saurait mieux expliquer pourquoi l'État n'a pu utiliser que très imparfaitement le concours des Établissements de crédit pour assurer le financement de la guerre.

L'émission d'un grand emprunt à long terme a été en particulier impossible au début. Non seulement en raison de la position difficile des établissements de crédit qui ne reprirent le remboursement intégral des dépôts qu'au mois de janvier 1915 et se trouvaient dès lors incapables de remplir utilement leur rôle d'orientation de l'épargne publique. Mais, en outre, par suite de l'ajournement des opérations de bourse du 31 juillet 1914, et de la fermeture de cet établissement qui ne rouvrit que le 7 décembre et pour les opérations au comptant seulement. Enfin, tandis que le marché financier se trouvait ainsi désorganisé, l'État n'avait pu encore obtenir la libération d'un emprunt de 800 millions, lancé en juillet 1914.

De même les banques et autres établissements qui constituaient la clientèle habituelle des bons du Trésor, se trouvant dans la nécessité de faire appel à toutes leurs ressources, ne purent renouveler leurs souscriptions. Les bons en circulation, qui dépassaient 420 millions en août 1914, diminuèrent progressivement à 350 millions en septembre et 149 millions au 31 décembre. Ils continuèrent à subsister modestement pendant la guerre et au 30 avril 1919 leur montant atteignait 1 milliard.

Cependant l'essentiel des ressources à court terme était obtenu grâce au bon de la Défense Nationale, tandis que les bons du Trésor étaient appelés à jouer un rôle spécial dans le financement de la guerre.

c) RÔLE SPÉCIAL DU BON DU TRÉSOR DE TYPE ANCIEN

Le bon a été utilisé comme un moyen pratique d'engager la signature de l'État (1) et de la mettre en circulation pour faciliter le règlement de certaines opérations. Il a ainsi servi soit dans les relations avec l'étranger, soit à un moindre degré pour le paiement de certaines prestations fournies à l'État par ses nationaux.

Pendant toute la durée de la guerre et quelques années encore après, la France a dû payer aux puissances alliées et à certains pays neutres, pour le règlement de marchandises et de services, des sommes considérables, très supérieures à celles qu'elle pouvait recevoir au titre de ses exportations. Les États-Unis, l'Angleterre, la Suisse, l'Espagne, la Hollande lui fournirent du matériel de guerre et des munitions, des matières premières et des denrées alimentaires. Or, le paiement de ces diverses prestations devait s'effectuer dans la monnaie du vendeur dont le change était généralement assez élevé.

A une époque où la stagnation économique du pays lui infligeait une balance commerciale largement déficitaire, il était assez malaisé de se procurer les devises nécessaires. Les envois d'or étaient impossibles sous peine de diminuer le stock de l'Institut d'Émission, gage d'une circulation monétaire qui s'accroissait sans cesse. La réalisation de valeurs étrangères possédées par des Français était également difficile et si ce moyen permit d'obtenir quelques ressources, il était en tout cas d'un rendement limité. C'est ainsi qu'après accord avec les Gouvernements étrangers dont les nationaux étaient créanciers de notre pays, il fut décidé de recourir à l'emprunt à court terme.

Des bons du Trésor furent négociés sur les marchés des pays alliés ou neutres. Certains établissements de crédit les prirent en charge ou même l'Institut d'Émission ou la Trésorerie de l'État

(1) Signalons pour mémoire qu'en contre-partie des avances consenties par la Banque de France les conventions prévoient que l'État doit lui remettre un bon du Trésor à échéance fixe, mais renouvelable et portant intérêt

étranger, moyennant dans ces différents cas une certaine redevance.

Une opération de ce genre fut conclue, le 15 octobre 1914, avec la maison Rothschild and Sons de Londres à concurrence de 2 millions de livres sterling ce qui, au pair de 25 fr. 22, représentait environ 50.440.000 francs. Les bons étaient à 1 an avec intérêt payable d'avance.

De même la Banque d'Angleterre accepta pour 10 millions de livres sterling des bons qui devaient être renouvelés de 6 mois en 6 mois jusqu'à la fin de l'année qui suivrait la conclusion de la paix. Le taux adopté était celui qui était habituellement pratiqué pour les bons anglais à 6 mois.

Une convention analogue fut également passée avec la National City Bank de New-York pour un montant de 10 millions de dollars de bons à 1 an d'échéance et dont l'intérêt, payable d'avance, était de 0,5 %.

En 1918, le chiffre des bons du Trésor ainsi émis à l'étranger approchait sensiblement de la moitié de la dette extérieure totale.

Mais la France était également créancière de plusieurs nations alliées, auxquelles des prestations avaient été fournies, mais qui éprouvaient quelques difficultés pour en effectuer le règlement, en raison de leur change défavorable sur la place de Paris. C'est ainsi que certains États, en particulier la Russie, la Roumanie, la Belgique et la Serbie eurent besoin de notre aide pour le paiement de matériels de guerre achetés en France aux industries privées. Cette aide financière leur fut consentie grâce à l'escompte par la Banque de France de bons du Trésor français.

Le rapport, présenté à la Chambre des Députés le 12 mars 1918 par M. Landry, sur le projet de loi portant renouvellement du privilège de la Banque de France, donne quelques précisions sur le mécanisme de ces opérations qui ont été réalisées sur la demande de l'État. Lorsqu'un Gouvernement allié avait besoin des sommes nécessaires pour le service de sa dette en France, le règlement de ses achats ou toutes autres dépenses qu'il pouvait avoir à faire dans notre pays, il adressait une demande de fonds au Ministère des Finances. Le Trésor remettait alors à la Banque de France, pour le compte de ce Gouvernement, des bons à 3 mois sans

intérêt d'un montant correspondant à la somme demandée. La Banque de France escomptait ces bons au taux de 5 % et à l'échéance ils étaient remplacés par de nouveaux bons à 3 mois, calculés de manière que, sous déduction de l'escompte, ils continuent de représenter exactement le montant des bons précédents. Cette opération d'escompte était très rémunératrice pour la Banque, mais l'État prélevait 85 % du bénéfice réalisé. De sorte que l'escompte d'un bon de 100 francs à 5 % pendant une année aurait donné un produit brut de 5 francs dont 4 fr. 25 revenaient à l'État et 0 fr. 75 constituait le bénéfice de la Banque.

Le montant total des bons du Trésor ainsi escomptés par la Banque de France s'est élevé pendant la guerre à :

—	630 millions	au	24/12/15.
—	1.730	»	24/12/16.
—	3.215	»	24/12/17.
—	3.526	»	26/12/18.

Le bon du Trésor a donc été un procédé de financement comode qui a permis de mobiliser le crédit de l'État pour faciliter le règlement des transactions que les événements de guerre l'amenèrent à réaliser avec l'étranger.

Le Gouvernement songea également à l'utiliser pour le paiement des réquisitions effectuées à l'intérieur du pays. La loi du 3 juillet 1877 prévoyait effectivement dans son article 27 que le règlement pouvait être fait en bons du Trésor portant intérêt à 5 % du jour de la livraison. Ce texte fut appliqué au début des hostilités. C'est ainsi que le prix des voitures automobiles réquisitionnées fut intégralement soldé en bons, celui des voitures hippomobiles et des chevaux moitié en bons, moitié en espèces.

Mais au milieu du trouble économique causé par la guerre, l'utilisation à grande échelle de ce procédé qui présentait le caractère d'une sorte d'emprunt forcé risquait de porter atteinte au crédit de l'État. Aussi le Gouvernement décida très vite d'y renoncer. Des décrets des 11 novembre, 6 et 16 décembre 1914 et 10 janvier 1915 stipulèrent que pour l'avenir le paiement des réquisitions aurait lieu en monnaie.

§ 2. — Le Bon de la Défense Nationale.

L'insuffisance des autres procédés de financement, le faible rendement du bon du Trésor sur le marché intérieur, paralysé par le moratoire des dépôts et des autres engagements à court terme, obligèrent le Gouvernement à utiliser une formule nouvelle. Puisque les banques, établissements de crédit, compagnies d'assurances, chambres de commerce ne pouvaient plus, comme par le passé, user de leurs disponibilités pour les prêter au Trésor, ce dernier devait faire appel à une clientèle nouvelle. Il fallait s'adresser directement au public. Faire appel à tous ceux qui possédaient de l'argent liquide : aux économies de la petite épargne, comme aux fonds détenus par les capitalistes et provisoirement thésaurisés par eux, afin de pouvoir bénéficier d'une liquidité absolue. Un décret du 13 septembre 1914 créa les bons de la Défense Nationale.

1° *Caractères généraux.* — Cette dénomination nouvelle du bon mettait l'accent sur le rôle qu'il devait jouer dans le financement de la guerre et permettait de faire appel au sentiment patriotique des souscripteurs éventuels.

Afin d'atteindre le plus de monde possible, l'émission était faite à guichets ouverts, ce qui rompait avec la pratique antérieure. En outre, le placement ne fut pas assuré seulement par la Caisse Centrale du Trésor Public à Paris et les Trésoriers-Payeurs Généraux en province ; les correspondants du Trésor furent multipliés : comptables du Trésor et des régies financières, bureaux de poste, Banque de France et succursales, établissements de crédit, banques, études de notaires.

Malgré quelques flottements dans les divers services au début du fonctionnement d'un système auquel ils n'étaient pas habitués, les formules de bons purent être remises immédiatement et sans formalités. L'anonymat du souscripteur se trouvait garanti non seulement par le caractère impersonnel du titre, mais par la rapidité des opérations et la multiplicité des guichets auxquels il pouvait s'adresser pour souscrire ou renouveler ses bons. Une intense propagande, qui prenait pour la première fois un caractère com-

mercial, incitait le public à effectuer des versements dont elle exposait les modalités et les avantages.

Pour faciliter la vulgarisation de ces valeurs du Trésor, le montant des coupures inférieures avait été fixé à 100 francs, 500 francs et 1.000 francs, plus tard même à 20 francs et 5 francs. Ainsi se marquait le souci d'atteindre l'épargne même la plus modeste. Dans un but de simplification, les échéances n'étaient plus laissées au choix absolu du souscripteur, elles étaient fixées à 3 mois, 6 mois et 1 an. Il n'avait pas paru opportun d'accepter au début des versements de 1 à 3 mois, peu avantageux, et qui auraient compliqué le fonctionnement du système.

Afin d'attirer le plus grand nombre possible d'épargnants, des avantages substantiels étaient réservés aux souscripteurs. L'intérêt prévu était de 5 % net d'impôt. Ce taux élevé était, bien entendu, nettement supérieur au taux d'intérêt des dépôts à court terme dans les banques. Et même, il dépassait celui des bons du Trésor ordinaires, qu'un récent relèvement venait de porter de 3 à 4 % pour les bons de 6 mois à 1 an, et à 5 % pour ceux à 1 an d'échéance. De plus, par une innovation originale, l'intérêt était payable d'avance, si bien que même pour un an il ressortait à un taux réel plus avantageux. Un bon de 100 francs ne donnait lieu qu'à un versement de 95 francs, ce qui représentait pour le souscripteur un placement au taux de 5 % pour 95 francs, c'est-à-dire en fait : 5,263 %. C'est seulement par un décret du 12 juillet 1918 que le paiement des intérêts par anticipation, qui avait eu un grand succès, fut étendu aux bons du Trésor ordinaires. Enfin l'intérêt était au début fixé de façon uniforme sans tenir compte de la durée des échéances. Cette formule d'une grande simplicité était adaptée à une clientèle peu habituée aux calculs complexes des opérations financières. Ultérieurement d'ailleurs, il fut différencié et gradué avec l'échéance de 3 1/2 % pour le bon à 1 mois — créé en 1918 — à 4 % pour 3 mois, 4 1/2 % pour 6 mois et 5 % pour 1 an.

Des avantages spéciaux étaient garantis aux porteurs de ces titres. Ils pouvaient les utiliser pour la libération des souscriptions à tous emprunts futurs avec un droit de préférence jusqu'à concurrence du montant des bons remis au Trésor. Cela leur donnait

la possibilité de bénéficier de taux d'intérêt plus avantageux en participant à des placements en valeurs d'État à long terme. En cas d'emprunt limité et plusieurs fois couvert, le droit de priorité garantissait aux porteurs de bons que jusqu'à concurrence de leur montant leur option serait irréductible. Ce privilège — purement gratuit pour le Trésor — avait l'avantage d'engager les porteurs à consolider leurs placements.

La souplesse du bon se marque encore en sens inverse par les facilités de mobilisation qui lui étaient attribuées selon des modalités nouvelles. La Banque de France acceptait d'escompter les bons lorsqu'ils étaient à moins de 3 mois de leur échéance. Elle consentait à toute époque des avances jusqu'à concurrence de 80 % de leur valeur nominale. Ainsi les porteurs pouvaient facilement, en cas de besoin, les transformer en argent liquide.

2° *Rôle*. — Ces titres si habilement conçus jouirent d'une grande faveur auprès du public et pénétrèrent progressivement dans les différents secteurs de la vie économique du pays.

Les milieux ruraux, jusqu'ici réfractaires aux valeurs mobilières, et qui avaient l'habitude de thésauriser, en espèces ou en billets, les économies parcimonieusement accumulées, se laissèrent tenter par les avantages offerts. L'intérêt élevé, l'exemption fiscale, l'anonymat respecté, la rapidité et la simplicité de l'opération attirèrent cette clientèle nouvelle et la fixèrent. Dès le début, les départements à population rurale souscrivirent surtout du « 1 an » cherchant ainsi à faire un placement. Puis même, les habitants des villages prirent l'habitude de venir chez le percepteur et le receveur ; ils se familiarisèrent avec les titres d'État qui leur semblaient offrir le maximum de garantie et achetèrent de la rente française. Ainsi purent s'investir en partie les profits agricoles demeurés abondants malgré le ralentissement de l'activité du pays.

Les premières statistiques du placement montrent d'une façon plus générale que les classes moyennes répondirent pleinement à l'appel qui était fait à leur épargne. Du 15 septembre au 31 décembre 1914, sur un total de 1.600 millions, 900 millions, soit plus de la moitié de la souscription, étaient constitués par des coupures de 100, 500 et 1.000 francs. En outre, si au cours de cette même

période les bons à 3 mois atteignaient la moitié de l'ensemble, à partir du 1^{er} janvier la proportion des bons à 6 mois et 1 an l'emporte.

Ainsi le souci de liquidité s'amenuisait, le nombre des gens disposés seulement à mettre en portefeuille du papier rapidement échangeable diminuait. Du reste, le bon fut par la suite adapté même à cette clientèle appartenant sans doute au milieu des affaires nouvelles. Au cours de l'année 1918, fut institué un titre à 1 mois d'échéance qui, à défaut d'encaissement, continuait à porter intérêt pendant un 2^e et 3^e mois. Lorsqu'il n'était pas présenté au remboursement, il était considéré comme implicitement renouvelé, et le porteur avait droit, pour chacune de ces périodes mensuelles, à un intérêt supplémentaire dont le montant lui était remis à l'échéance en sus du capital nominal. Cette pratique d'une tacite reconduction était intéressante. Elle évitait au porteur négligent une perte d'intérêt à la suite d'un non-renouvellement. Elle donnait au Trésor l'avantage de l'emploi des fonds pendant une plus longue période. Elle permettait d'utiliser des ressources qui auraient hésité à s'immobiliser, car leurs possesseurs avaient besoin de les maintenir constamment liquides. Ainsi certaines disponibilités se trouvaient productives alors qu'elles avaient été déposées dans une sorte de compte courant.

Les détenteurs de capitaux importants avaient manifesté une certaine réserve lors des premières émissions de bons de la Défense Nationale. Sans doute les réactions psychologiques défavorables des premiers mois de guerre avaient motivé cette attitude et il est également probable qu'ils attendaient le moment d'effectuer des placements plus avantageux. Mais ils comprirent assez rapidement que les bons pouvaient remplacer utilement les dépôts à vue ou à court terme dans les banques. Et même ils songèrent à placer ainsi d'une façon plus durable une fraction relativement importante de leur avoir. Les bons leur parurent préférables à la rente ou à certaines autres valeurs mobilières.

D'abord parce que dans une période instable le capital placé ne risquait pas d'être immobilisé pendant trop longtemps et que, les titres reçus n'étant pas cotés, ce capital ne risquait pas de subir

une dépréciation en bourse. Il suivait nécessairement la valeur du billet de banque.

En outre le bon bénéficiait d'une exemption fiscale absolue et donnait le maximum d'anonymat. Il ne laissait aucune trace de son passage : à tous les guichets de l'État et des banques, le capitaliste pouvait le prendre, le faire rembourser ou renouveler, sans formalités, sans questions indiscrètes, sans signature donnée. Cela offrait de très grands avantages aux gens qui ne désiraient pas faire connaître au fisc la situation exacte de leur fortune et de leurs revenus.

Les Banques enfin, à mesure que leur situation s'améliorait, prenaient d'importantes quantités de bons de la Défense Nationale. Le ralentissement de l'activité économique du pays ne leur permettait plus d'utiliser leurs disponibilités par l'escompte du papier commercial ou les autres remplois normaux. Or, les bons, réescomptables à la Banque de France lorsqu'ils arrivaient à trois mois de leur échéance, et pour lesquels l'État payait un intérêt relativement élevé, constituaient un avoir rémunérateur et d'une réalisation facile. Aussi vinrent-ils grossir le portefeuille-effets à l'actif des principaux établissements de crédit.*

Il est impossible de déterminer avec précision l'importance qu'ils y prirent, ce poste du bilan bloquant sous un même chiffre le papier d'État et les autres effets. Pour la B. N. C., dont le bilan était plus détaillé, la proportion des bons dans le portefeuille total est passée de :

<u>1914</u>	<u>1915</u>	<u>1916</u>	<u>1917</u>	<u>1918</u>	<u>1919</u>
18 %	40 %	44 %	60 %	63 %	63 %

Mais on ne saurait déduire de la situation de cet établissement relativement jeune qu'une indication approximative sur l'importance du placement des bons dans les banques. Il est probable que pour la plupart d'entre elles ces proportions étaient notablement inférieures.

Quoi qu'il en soit, le bon a donc rempli une véritable fonction économique. Il est cependant difficile d'analyser la nature précise du rôle qu'il a ainsi joué.

La faible valeur nominale des titres, leur facilité de circulation et le fait qu'ils furent parfois utilisés comme moyen de paiement, notamment dans certaines transactions commerciales, l'a parfois fait considérer comme une monnaie. Dès lors, s'il participe de la mission monétaire du billet, il contribue à accroître de façon non négligeable une masse de moyens de règlement déjà excessive. Ainsi l'abondance des bons engendrerait l'inflation, avec en outre à la charge de l'État, l'endettement résultant du paiement d'intérêts élevés. En réalité, comme le fait très justement remarquer M. Rist (1), l'emploi du bon comme moyen de paiement a été extrêmement limité. En outre, chaque instrument de règlement (billet, chèque, effet de commerce, bon) a une vitesse de circulation qui lui est propre et qui détermine sa plus ou moins grande influence sur les prix (2). Or, le bon, s'il était utilisé dans les paiements, serait d'une assez grande incommodité et il aurait la vitesse de circulation la plus faible. Il ne pourrait ainsi entraîner une notable multiplication des signes monétaires. Bien plus, sa création même implique toujours la disparition d'une somme équivalente, le plus souvent en billets de banque, donc une diminution du moyen de règlement qui possède la plus grande vitesse de rotation.

Il semble plus logique d'admettre avec M. le Professeur Lescure (3) que les bons ont joué le rôle d'un dépôt à terme. Comme lui ils se prêtent aux entrées et sorties périodiques de fonds. Ils fixent à courte échéance soit une épargne en instance de placement ou encore instable, soit des disponibilités de trésorerie. Mais, grâce à sa grande souplesse, le bon a pénétré profondément l'économie du pays, atteignant tous les milieux, et il a reculé les bornes d'utilisation normale des dépôts. Son action a d'ailleurs été plus énergique, plus positive dans la mesure où il a contribué à la formation d'une épargne.

Sous un régime d'économie libérale, les avantages qu'il offrait

(1) G. RIST. *La déflation en pratique*, Marcel Giard, 1924.

(2) Voir pp. 231 et suiv. les enseignements que l'on peut tirer de la théorie quantitative de la monnaie.

(3) LESCURE. Le redressement économique et financier de la France, dans *Revue économique internationale*, octobre 1925.

pouvaient inciter les particuliers à renoncer à une dépense de consommation pour accroître leurs ressources en réserve et les faire fructifier. Le pouvoir d'achat ainsi dégagé était transféré à l'État et il ne risquait plus de peser sur le marché pour entraîner une hausse des prix. Le bon agissait alors comme un frein modérateur limitant les effets de l'inflation.

Mais s'il permettait le retour aux Caisses de l'État d'une partie des francs créés pour financer la guerre, facilitant ainsi cette œuvre de financement, il ne pouvait guère, en effet, que freiner le développement de l'inflation et atténuer les conséquences de ce phénomène sur l'évolution des prix. Bien que la notion de « circuit » ait été invoquée à cette époque, le jeu purement modérateur du bon ne s'intégrait pas dans un système d'ensemble. La demande enflée par le pouvoir d'achat distribué par l'État n'était guère limitée que par l'insuffisance naturelle des produits et le souci de constituer une épargne dont les réserves se trouvaient attirées par le taux très avantageux du placement public à court terme. L'offre n'était pas orientée et réglementée. Le rationnement et le contrôle des prix n'existaient pratiquement pas. C'est seulement sous un régime d'économie dirigée que le bon allait pouvoir être utilisé, à l'intérieur d'un « circuit » organisé, comme facteur constant de son équilibre (1).

Le Trésor a cependant drainé pendant longtemps d'énormes disponibilités dont une partie a été écartée des dépôts dans les banques par l'intérêt beaucoup plus rémunérateur qu'il leur versait. La défaillance des banques à l'origine du conflit obligea ainsi l'État à suppléer à leur carence et l'on a pu dire qu'il était devenu la plus grande Banque de Dépôt (2). Cette situation nouvelle n'était d'ailleurs pas sans dangers, car les fonds ainsi réunis par l'État se trouvaient immobilisés par lui, alors que ceux d'un établissement de crédit travaillent perpétuellement dans des emplois multiples. L'État était devenu le banquier d'une multitude d'entreprises grandes et petites dont il ne connaissait ni les besoins, ni les habitudes ; d'un large public de petites gens dont les réac-

(1) Voir ci-dessous, III^e partie, pp. 243 et suiv.

(2) Henri JEAN. L'État, banque de dépôt. *Thèse Toulouse*, 1929.

tions psychologiques risquaient d'être brutales en fonction des événements.

Le problème de la liquidité de cette grande Banque était donc redoutable. Il eût été simplifié par l'existence d'un vaste marché monétaire arbitrant les mouvements désordonnés. L'absorption au moment opportun des offres des porteurs inquiets aurait permis de soustraire le marché des bons à l'influence d'appréciations individuelles plus ou moins fondées. Malheureusement, en cas de demandes massives de remboursement, et si l'on écarte le recours souvent délicat au crédit de l'étranger, le Trésor n'avait d'autre solution que d'utiliser ces avances de l'Institut d'Émission dont il s'employait à enrayer les funestes effets.

En fait d'ailleurs, l'État ne fut menacé de ce péril que beaucoup plus tard, au cours de l'année 1925. Par contre, pendant toute la durée de la guerre les émissions de bons ne se ralentirent pas et elles lui permirent de réunir la plus grande partie des ressources nécessaires à son financement.

Ressources procurées par les bons de la Défense Nationale (remboursements déduits) et les bons du Trésor ordinaires :

1914 (2 ^e semestre).....	1.618 millions de francs
1915	7.985 » »
1916	12.371 » »
1917	12.630 » »
1918	16.428 » »
1919	25.020 » »

En outre, de 1915 à 1918, 23.783 millions de bons ont été apportés en souscription aux emprunts de consolidation.

Les bons du Trésor furent donc au cours de la guerre 1914-1918 le procédé de financement le plus important.

Mais l'État ne méconnaissait pas les dangers d'une trop forte dette flottante. Dès le début de leur émission il avait prévu des modalités destinées à faciliter la consolidation des bons. Puis profitant du succès qu'ils avaient obtenu, et utilisant certaines de leurs caractéristiques, il lança en février 1915 des obligations de la Défense Nationale à échéance maximum de dix ans. Les bons étaient évidemment admis au paiement des souscriptions à ces

nouveaux titres. Mais leur montant ne fut jamais très important ; il atteignit au maximum 3.960 millions le 20 novembre 1915 et à la fin de 1919 il ne s'élevait plus qu'à quelques centaines de millions.

Enfin, dès que la situation du marché financier eût été assainie, le Gouvernement lança le premier emprunt à long terme au mois de novembre 1915. Il devait être suivi de trois autres emprunts de la Défense Nationale lancés respectivement au cours des années 1916, 1917 et 1918. Ces emprunts procurèrent au total 55 milliards environ, dont 24 milliards en argent frais. Sur le produit de chacun de ces emprunts, l'État remboursa à la Banque de France une partie de la dette qu'il avait contractée du fait des avances. D'après le rapport de la Banque de France sur les opérations de l'année 1918, le chiffre global des remboursements effectués sur le produit des quatre emprunts de guerre, ainsi que par la cession d'une créance de 200.000 dollars sur le Trésor des États-Unis, se serait élevé à 8.850 millions de francs. Les emprunts permirent en outre de consolider, comme nous l'avons vu, pour 23 milliards 783 millions de bons.

Cependant cet effort était encore bien faible au regard de l'énormité de la dette résultant des avances et des bons à courte échéance. Il laissait entier le problème de la résorption de cette dette et de l'adaptation à l'économie de paix.

CHAPITRE II

LE FINANCEMENT A L'ÉTRANGER

SECTION I. — *En Allemagne.*

§ 1. — La situation lors de la déclaration de guerre.

L'expérience des quelques années qui précédèrent immédiatement le conflit avait démontré aux autorités financières l'insuffisante résistance du marché monétaire en présence d'événements extérieurs. Aussi s'efforcèrent-elles de lui assurer une stabilité plus grande. Dans ce but, son indépendance vis-à-vis des capitaux étrangers fut améliorée, l'Institut d'Émission renforça son encaisse-or et les banques furent invitées de façon pressante à relever la proportion de leurs propres encaisses à l'ensemble de leurs engagements.

L'imminence du conflit entraîna les mêmes réactions psychologiques que dans les autres pays belligérants : de massives liquidations à la bourse des valeurs et d'importants retraits dans tous les établissements de crédit.

L'Institut d'Émission maintint jusqu'au 31 juillet 1914 la libre convertibilité des billets en or et vint en aide aux banques en escomptant leurs portefeuilles d'effets. Du 23 au 31 juillet, son encaisse-or se vida de plus de 100 millions de marks, mais elle se trouva recomplétée par l'apport du stock d'or et d'argent gardé en réserve pour le cas de guerre à la Tour de Spandau. En outre, du 29 juillet au 15 août, le portefeuille d'escompte passa de 751 à 4.426 millions de marks, dont 2.980 représentaient les avances au public et 1.446 étaient mis à la disposition du Gouvernement en prévision des premières dépenses extraordinaires.

Enfin des « caisses de prêts de guerre », organismes spéciaux

qui entrèrent en fonction le 8 août, firent pendant ce seul mois pour 242 millions d'avances.

Ainsi, grâce à cet accroissement rapide de la circulation monétaire, les particuliers et la clientèle des différents établissements de crédit recevaient d'importants moyens de règlement. Cette aisance du marché monétaire, dont la parfaite liquidité ne pouvait plus être mise en doute, devait contribuer au retour de la confiance.

En fait, un moratoire généralisé des échéances et des dépôts put être évité. Des mesures particulières permirent simplement, soit par voie d'entente, soit selon l'appréciation des tribunaux en cas de poursuites, d'accorder des délais aux débiteurs de certaines obligations (lettres de change, loyers, intérêts hypothécaires). Seule la bourse des valeurs connut pour les reports un régime plus rigoureux qui ne prit fin définitivement qu'en décembre 1915.

Les retraits furent donc rapidement enrayés et les disponibilités recommencèrent à se convertir progressivement en dépôts. Cette situation devait présenter pour le Gouvernement un gros avantage (1). Il a pu très rapidement être renseigné sur l'importance des fonds épargnés et lancer, dès le 10 septembre 1914, son premier emprunt à long terme. D'autre part, il n'a pas été obligé, comme en France, de se mettre directement en rapport avec le public pour assurer le placement des bons du Trésor. La collaboration efficace de tous les établissements de crédit, banques, caisses d'épargne, coopératives de crédit et des grands capitalistes lui a permis de drainer toutes les ressources disponibles.

§ 2. — Le bon du Trésor comme procédé de financement.

L'ouverture des hostilités n'ayant pas suspendu le règlement des diverses obligations contractées antérieurement, de nombreux créanciers percurent des revenus qui ne pouvaient plus désormais être utilisés en biens de consommation ou dépenses d'exploitation. Le ralentissement de certains secteurs de l'activité économique,

(1) Sur ces questions, voir RIST. *Les Finances de guerre de l'Allemagne*, Payot, 1921.

tels que les transports maritimes, le commerce extérieur, les industries tributaires de l'étranger, dégagées d'importants fonds de roulement.

Par contre, la conduite de la guerre fit de l'État, par ses réquisitions, ses commandes à l'Agriculture et à certaines industries, un grand dispensateur de richesse. Les revenus et bénéfices de guerre prirent ainsi progressivement une place importante parmi les disponibilités sur lesquelles le Trésor put compter.

Une propagande très persuasive et l'intermédiaire de tous les établissements de crédit permit d'utiliser cette offre abondante de capitaux liquides sur le marché monétaire.

Ils furent absorbés au fur et à mesure de leur formation par l'émission de bons du Trésor à court terme (Schatzscheine). Ces bons à échéance de 4 semaines à 3 mois étaient escomptés d'abord par la Reichsbank. Elle en rétrocédait ensuite une partie — à un taux qui depuis 1916 est demeuré fixé, jusqu'à la fin de la guerre, à 4 1/2 % — aux Banques, aux Caisses d'épargne et aux Coopératives de crédit. Ces organismes en effectuaient le placement dans leur propre clientèle, mais une forte proportion était conservée par eux en portefeuille.

Les bons constituaient en effet un placement rémunérateur, très liquide et bien adapté à l'emploi de dépôts à vue qui ne cessaient de croître.

Circulation fiduciaire (billets de la Reichsbank et Bons des caisses de prêts) (1) (en millions de marks)	Bilans des 8 grandes banques berlinoises	
	Portefeuille d'escompte et Bons du Trésor (en millions de marks)	Dépôts et comptes courants créditeurs (en millions de marks)
Au 31/12/1914.....	5.691	1.800
» 31/12/1915.....	8.216	2.490
» 31/12/1916.....	11.405	3.960
» 31/12/1917.....	18.083	7.152
» 31/12/1918.....	32.705	11.280
» 31/12/1919.....	49.628	23.096
		39.139

(1) RIST, *op. cit.*, p. 284.

L'énorme accroissement de ces dépôts qui se sont multipliés de 1 à 8 entre 1914 et 1919 surpasse celui constaté chez les autres pays belligérants. Il provenait de l'augmentation de la circulation fiduciaire dont le tableau ci-dessus montre l'évolution parallèle. L'économiste allemand Lansburgh estime que cette masse de dépôts a été placée dans la proportion des trois quarts en bons du Trésor. Ils auraient, à certaines époques, atteint jusqu'aux 9/10^e du portefeuille de la Reichsbank.

A côté du bon, l'État a également utilisé des traites du Trésor (Schatzwechsel) qui avaient la même durée que le bon et dont les caractéristiques paraissent très voisines. Elles furent utilisées comme des lettres de change publiques tirées par les fournisseurs de l'État sur le Trésor et acceptées par lui, ou comme des billets à ordre remis en paiement à certains créanciers.

L'émission de bons et de traites a donc constitué le grand instrument de crédit des finances de guerre. Mais il n'opérait qu'une fixation temporaire de l'épargne en formation. Dès le début des hostilités, le Gouvernement se préoccupa d'assurer la consolidation de la dette flottante par des emprunts périodiques à long terme qui permettraient de réaliser une stabilisation définitive de l'épargne ainsi recueillie.

De septembre 1914 à octobre 1919, de six mois en six mois, neuf emprunts de guerre furent émis à un taux réel légèrement supérieur à 5 %. Une intense propagande prépara leur placement et ils obtinrent un très grand succès. Les souscriptions furent effectuées dans la proportion des deux tiers aux trois quarts en bons du Trésor. Les échéances des bons et traites étaient d'ailleurs calculées de manière à coïncider avec les périodes d'émission de l'emprunt dont la date était prévue à l'avance. Du reste, même non échus, ils étaient acceptés en souscription. Après réescompte à la Reichsbank, leur produit était porté au compte de l'État.

Le montant de la dette flottante se trouvait ainsi périodiquement diminué tandis qu'augmentait la dette à long terme (1). Cette der-

(1) M. H. LAUFENBURGER — Tome II du *Précis d'économie et de législation financières*. Dette publique et richesse privée. Sirey, 1942, p. 58 — a souligné le caractère rythmique de ce système d'emprunt.

nière s'élevait, à la fin de 1918, à 98 milliards de marks et représentait 64 % de la dette totale de guerre (1).

Ce système avait donc donné des résultats particulièrement favorables. Toutefois, il faut remarquer la faible place que tient l'impôt dans le financement de la guerre. D'après les chiffres donnés par le Ministre Erzberger en octobre 1919, sur une dépense totale de guerre jusqu'en octobre 1919 d'environ 204 milliards de marks, 5 milliards environ provenaient de source autre que les emprunts (2).

Cette insuffisance s'explique en partie par la structure même du système fiscal. Les États particuliers de la Confédération qui assumaient une partie des dépenses communes disposaient seuls de l'impôt sur le revenu (Einkommensteuer). Le Reich ne pouvait que recourir à des impôts directs spéciaux. Deux avaient déjà été institués dès 1913 : la contribution unique et exceptionnelle pour la défense nationale (Wehrbeitrag) et l'impôt sur l'accroissement de la fortune (Vermögenszuwachssteuer) qui fut mis en vigueur pour la première fois en 1917.

Malgré l'augmentation des impôts existants, surtout à partir de 1916, et la création de taxes indirectes nouvelles (taxe sur les paiements) ainsi que d'un impôt sur les bénéfices de guerre (Kriegssteur), les recettes normales ne permirent pas de couvrir intégralement les intérêts de la dette.

§ 3. — L'abus du papier monnaie.

Les statuts de la Reichsbank lui imposaient de garder une encaisse — composée d'espèces métalliques ou d'effets de commerce à trois signatures — au moins égale au tiers des billets émis. Malgré les mesures prises pour renforcer le montant de l'encaisse, cette règle fondamentale s'avérait fort gênante pour mener à bien la politique d'expansion de crédit pratiquée au moment de l'ouverture des hostilités.

(1) Cité par E. SELIGMAN. Le coût de la guerre et la manière dont on y a pourvu. *Revue de Science et de Législation financières*, 1919.

(2) SELIGMAN, *op. cit.* Il semble plus généralement admis que l'impôt couvrit 6 % environ du total des dépenses.

C'est pourquoi des caisses de prêts de guerre (Kriegsdarlehenskassen), dont nous avons déjà signalé l'action, furent instituées dès le début des hostilités. Au nombre de 91, placées sous la direction de la Reichsbank, elles devaient consentir aux établissements de crédit, aux commerçants et industriels des avances sur marchandises ou sur valeurs mobilières. En contrepartie, elles émettaient des bons qui, non seulement ont été assimilés à la monnaie, mais ont servi de couverture à la circulation des billets au même titre que l'or. Ainsi ils permirent pratiquement à la Reichsbank de tourner la règle du tiers et d'accroître librement ses émissions. En même temps la distribution du crédit opérée par les Caisses augmentait également la circulation fiduciaire.

Enfin, une loi du 4 août ayant assimilé les bons du Trésor à 3 mois d'échéance aux lettres de change, les bons furent considérés comme faisant partie de l'encaisse (1). Cette disposition qui favorisait les emprunts de l'État à la Banque d'émission présentait le grave inconvénient de lier indissolublement leurs crédits respectifs.

De fait, durant les trois premières années de guerre, le mécanisme d'expansion et de résorption de crédits fonctionna convenablement, mais la circulation fiduciaire devait s'accroître brutalement au cours de l'année 1917 et prendre par la suite des proportions inquiétantes. Les autorités financières qui avaient su habilement éviter l'accumulation d'une forte dette à court terme, n'avaient pu empêcher une inflation considérable des signes monétaires.

SECTION II. — *En Angleterre.*

§ 1. — La mobilisation financière.

L'Angleterre tenait, en 1914, dans le commerce international, une place prépondérante. L'ouverture des hostilités devait entraîner un effondrement des changes et placer le marché monétaire anglais, sur lequel étaient acceptées les traites du monde entier, dans une situation difficile.

(1) RIST, *op. cit.*, p. 50.

Un moratoire des échéances fut institué le 3 août. Il devait prendre fin le 4 octobre. Pour éviter que les établissements de crédit soient mis en difficulté en raison des retraits importants qu'ils subissaient par ailleurs, le Gouvernement consentit à avancer aux banquiers, au taux de la Banque d'Émission, des Treasury Notes jusqu'à concurrence de 20 % du montant de leurs dépôts. Cette facilité de circulation redonna confiance. De plus, des mesures furent prises pour garantir le paiement des effets escomptés par des maisons britanniques et donner aux accepteurs un délai raisonnable pour faire rentrer les sommes qui leur étaient dues. Enfin, un règlement intervenu au Stock Exchange, permit d'opérer dès le 18 novembre une première liquidation des reports qui s'étaient trouvés bloqués.

Ainsi, en quelques semaines, le marché des capitaux avait été dégagé et l'immense appareil de crédit un moment dérégulé était prêt à venir en aide aux finances britanniques.

§ 2. — L'impôt et l'emprunt.

Cependant, les autorités financières décidèrent de rester fidèles à la règle traditionnelle tracée par Pitt à la fin du XVIII^e siècle, adoptée ensuite par Gladstone, et d'après laquelle le financement d'une guerre doit être réalisé dans toute la mesure possible par l'impôt. Ils furent aidés dans cette tâche par une opinion publique pleinement consciente des sacrifices qui devaient être exigés de tous les contribuables pendant les hostilités.

Dès le début du conflit, les impôts sur le revenu (income tax et supertax) furent fortement majorés, puis fut créée en 1915 une taxe sur les bénéfices exceptionnels de guerre. Enfin le maintien des relations avec l'étranger permit de retirer d'importantes ressources des douanes et des contributions indirectes. Dans l'ensemble, les recettes d'impôts s'élevèrent graduellement de l'exercice 1914-1915 à l'exercice 1918-1919 et passèrent presque du simple au quadruple, de 163 à 784 millions de £ (1). D'après les décla-

(1) *Bulletin de statistique et de législation comparée*, mars 1917, p. 490 et avril 1919, p. 775.

rations de sir Austen Chamberlain dans le « budget speech » du 30 avril 1919, au cours de ces cinq exercices l'impôt aurait couvert 28,49 % des dépenses, tandis que 71,51 % était demandé à l'emprunt.

L'appel à cette dernière catégorie de ressources était inévitable, étant donné l'énormité des dépenses de guerre. Les premiers crédits exceptionnels votés en août et novembre 1914 furent couverts par l'émission de bons du Trésor (Treasury Bills) à échéance maxima de 12 mois. Ils furent, selon la procédure traditionnelle, mis en adjudication et attribués à ceux qui offraient le « discount » le moins élevé. Le taux d'intérêt moyen relativement faible : 3 1/2 % pour les bons à 6 mois, était cependant supérieur d'un point à celui obtenu avant la guerre (1).

Le Gouvernement considéra que ce procédé était seulement destiné à lui donner le temps de préparer un véritable programme de financement. Il se préoccupa, dès le début, de recourir principalement à l'emprunt à long terme pour financer la guerre. Dès novembre 1914, il lançait un emprunt limité à 350 millions de £, portant intérêt à 3 1/2 %, au taux d'émission de 95 %, remboursable au pair de 1925 à 1928, qui obtint un grand succès. Mais les besoins d'argent devenaient de plus en plus pressants. Il n'était cependant pas possible d'émettre à nouveau immédiatement un grand emprunt à long terme. Par contre, les disponibilités étaient abondantes et s'offraient volontiers à court terme à un taux d'intérêt relativement faible. Aussi les emprunts à court terme allaient prendre une grande place jusqu'au début de l'année 1917.

C'est d'abord les bons du Trésor qui, depuis avril 1915, furent émis à guichets ouverts, sans limitation et d'une manière permanente (2). Ils étaient jusque-là réservés aux banques et aux grands établissements du marché monétaire à l'exclusion des particuliers. Désormais, afin de les rendre accessibles au public, la Trésorerie procéda à des émissions de bons à un taux d'escompte fixe annoncé par avance. Elle renonça donc à sa méthode traditionnelle de l'ad-

(1) Cf. le taux de 5 % pour les bons de la Défense nationale en France à la même époque.

(2) Sur cette question voir G. JÈZE. Les Finances de guerre de l'Angleterre. *Revue de Science et Législation financières*, 1915, tome II, p. 32. •

judication aux enchères du plus offrant (1). Ce souci d'élargir la clientèle habituelle des bons rapprocha leur système d'émission de celui qui est pratiqué en France. Le Trésor put ainsi manœuvrer les taux afin de profiter de toutes les circonstances favorables du marché monétaire et financier (2). Le montant annuel des bons qui ne dépassait guère avant les hostilités 15 millions de £ au cours de l'année, atteignit 460 millions de £ au 31 mars 1917.

Le Chancelier de l'Échiquier émit également à partir de mars 1915 des obligations de 3 à 5 ans (Exchequer Bonds) comportant en général un intérêt de 5 % et qui furent parfois utilisées pour détourner les placements des Treasury Bills dont le montant considérable paraissait dangereux. Aussi, au début de l'année 1917, les autorités financières se préoccupèrent-elles d'enrayer le développement de la dette à courte échéance, de réduire le taux d'intérêt des emprunts et, à cette fin, de recourir essentiellement aux emprunts à long terme avec souscription illimitée.

Déjà le deuxième emprunt de guerre avait été émis suivant cette formule en juin 1915 et avait rapporté plus de 592 millions de £. Mais cette politique fut consacrée par le troisième emprunt de janvier 1917, pour lequel l'ensemble des souscriptions dépassa 1 milliard de £ (25 milliards de francs de germinal). Il avait d'ailleurs permis de consolider pour 130 millions de £ de bons du Trésor.

Les obligations nationales de guerre émises de façon continue à partir du 1^{er} octobre 1917 bénéficièrent du même succès qui ne se démentit pas jusqu'à la cessation des hostilités. Ce succès était dû en grande partie à la campagne très vigoureuse qui fut menée auprès des particuliers durant toute la guerre afin de les inviter à réaliser des économies et à les placer en valeurs d'État.

D'après un tableau publié dans l'*Economist* du 5 avril 1919, la dette totale anglaise était passée de 710 millions de £ au 1^{er} août 1914 (dont 15 1/2 bons du Trésor et 20 1/2 obligations de l'Echi-

(1) Le système traditionnel fut réadopté le 21 avril 1921.

(2) Les taux pratiqués furent d'ailleurs très voisins de ceux qui auraient résulté de la mise en adjudication. Ils étaient fixés le 14 avril 1915 à 2 3/4 % à 3 mois, 3 5/8 % à 6 mois, 3 3/4 % à 9 mois.

quier) à 7.572 millions de £ au 31 mars 1919 (dont 957 pour les bons du Trésor et 392 pour les obligations de l'Echiquier). Les bons et les obligations de l'Echiquier représentaient encore environ 18 % de l'ensemble de cette dette. Leur importance relative avait d'ailleurs été beaucoup plus considérable au cours de l'année 1916.

§ 3. — Le jeu de l'inflation de crédit.

L'Act de Robert Peel constituant la charte de la Banque d'Angleterre, ne lui permettait d'émettre des billets que jusqu'à concurrence du montant de son encaisse-or ou, dans la limite fixe de 19 milliards $\frac{3}{4}$ de £, en contre-partie de valeurs de l'État anglais. Sans doute au cours de périodes exceptionnelles l'autorisation de dépasser cette limite lui avait déjà été accordée quatre fois, mais à la condition que son taux d'escompte fût porté à 10 % environ. Cette restriction tendait à contracter la demande de crédits et à réduire l'émission des billets. Au moment de l'ouverture des hostilités, cette méthode ne permettait évidemment pas de donner au marché monétaire l'aisance qui lui manquait.

Bien que la convertibilité des billets en or soit pratiquement suspendue de même que la libre exportation de ce métal à l'étranger, le Gouvernement voulut maintenir l'intangibilité du statut de la Banque. Il émit donc des billets d'État, les « Currency Notes », gagés dans une faible mesure par une encaisse-or et pour le reste par des valeurs d'État. Ces billets furent à leur origine présentés comme devant permettre d'effectuer avec facilité des paiements en petite monnaie qui ne peuvent être soldés par la voie du chèque dont le rôle est si important dans les transactions britanniques. En réalité, cette émission de papier-monnaie donnait aux banques l'assurance de pouvoir se procurer des billets pour satisfaire éventuellement aux demandes de remboursement de leurs dépôts.

Grâce à cette liquidité du système bancaire, le Gouvernement allait pouvoir se faire ouvrir des crédits par les banques.

D'abord par la Banque d'Angleterre, ce sont les avances par voies et moyens « Ways and Means advances ». Elles eurent par-

fois un caractère temporaire. Elles étaient destinées par exemple à venir en aide au Gouvernement qui suspendait ses émissions de bons du Trésor pendant toute la période de souscription aux emprunts à long terme, afin que toutes les ressources du marché puissent concourir à leur succès. Mais elles servirent aussi à solder des dépenses, à accroître par là les réserves de caisse des banques à l'Institut d'Émission et à leur permettre sur cette base de multiplier les crédits qu'elles consentaient à leur clientèle.

Le Gouvernement bénéficia également des crédits des banques ordinaires. Celles-ci souscrivirent d'abord directement aux emprunts à court ou long terme. Leur portefeuille de valeurs d'État devint très important. En outre elles avancèrent au public les sommes nécessaires pour souscrire notamment aux emprunts à long terme dont les versements étaient d'ailleurs habilement échelonnés. Ces opérations effectuées par le jeu d'inscriptions en compte courant permettaient de réaliser une assez grosse économie de monnaie. Mais elles augmentaient artificiellement le pouvoir d'achat du public et par là contribuaient à la hausse des prix.

Cependant, grâce à ce système ingénieux, le Gouvernement put obtenir des avances indéfinies des banques parce qu'il leur assurait désormais sans limite la monnaie nécessaire pour faire face au retrait de leurs dépôts. Il avait dû mettre en circulation jusqu'au 31 décembre 1919 pour 356 millions de £ de Currency Notes, tandis que, du 31 décembre 1913 au 31 décembre 1919, les comptes courants créditeurs des banques étaient passés de 1.032 millions de £ à 2.356. Quant aux avances proprement dites de la Banque d'Angleterre, elles s'élevaient au 31 mars 1919 à 250 millions de £. Indépendamment d'une dette à court et long terme importante, le financement de la guerre se soldait donc par une considérable inflation de crédit.

LIVRE II

LE RETOUR A L'ÉCONOMIE DE PAIX

Le jeu du crédit sous toutes ses formes avait permis aux nations en guerre de consommer d'immenses richesses dont elles n'avaient payé qu'une faible partie. La multiplication artificielle des capitaux disponibles avait ainsi masqué pendant un certain temps l'appauvrissement réel des belligérants. Mais la plupart étaient endettés à un point tel qu'ils ne pouvaient plus faire face à leurs engagements dans la monnaie où ils les avaient contractés. Ils furent donc contraints d'assainir leur situation financière et d'adapter leur système monétaire afin de retrouver une vie économique normale.

CHAPITRE PREMIER

EN ANGLETERRE — LA REVALORISATION INTÉGRALE

§ 1. — L'objectif à atteindre.

Au lendemain de la guerre, l'opinion publique et le Gouvernement se trouvèrent d'accord pour rétablir dès que possible la convertibilité de la monnaie de papier en or. Il fut admis également que tous les efforts de redressement devraient tendre à redonner à la £ la valeur exacte qu'elle avait avant la guerre.

Cette solution paraissait souhaitable. D'abord elle permettrait au pays de reprendre comme par le passé ses échanges avec l'étranger et d'assurer le développement de son commerce maritime. De plus, l'Angleterre était avant 1914 l'un des plus importants centres financiers du monde. La plus grande partie des transactions internationales se réglaient par l'intermédiaire de la place de Londres ; ses établissements spécialisés, jouissant d'un crédit incontesté, escomptaient les traites de tous les pays étrangers. La £ jouait ainsi le rôle d'un véritable étalon des valeurs. La neutralité des U. S. A. au début des hostilités avait facilité les tentatives faites par New-York pour ravir à Londres sa suprématie. Le dollar n'avait pas cessé d'être rattaché à l'or. Sa qualité de monnaie stable, ne subissant pas l'influence des appréciations sur sa valeur future, se prêtait beaucoup mieux au développement d'opérations commerciales. Les milieux de la Cité de Londres désiraient évidemment que la £ pût reprendre son ancien prestige.

Ce rétablissement à la parité d'avant-guerre semblait d'ailleurs possible. La dépréciation subie sur le marché des changes n'avait jamais été considérable. Elle atteignait environ 30 % par rapport au dollar au cours des années 1920-1921. Du reste la situation du pays était moins défavorable que celle de la plupart des belligérants. Sa puissance économique n'avait pas été sensiblement

atteinte par la guerre. Sur le plan financier, grâce aux sacrifices consentis pendant la durée des hostilités, les charges de l'endettement ne représentaient pas un péril immédiat et semblaient pouvoir être aisément supportées par le pays.

§ 2. — La gestion financière.

Bien qu'une certaine lassitude se soit manifestée dans l'opinion, le Gouvernement décida de poursuivre l'effort déjà accompli pendant la guerre, d'adopter une politique énergique afin d'obtenir un redressement rapide, et, par le sacrifice consenti dans l'immédiat, d'alléger la charge pour l'avenir et d'améliorer le crédit de l'État.

Il se proposa tout d'abord de rétablir l'équilibre budgétaire à l'aide des seules ressources normales. Les impôts tant directs qu'indirects furent donc augmentés, l'emprunt devant être seulement utilisé pour consolider la dette flottante ou rembourser les titres venant à échéance et pour maintenir la clientèle de petite épargne dont l'effort d'économie est fort utile à la nation. Par contre, les solutions brutales qui avaient pour objet d'assainir d'un coup la situation financière grâce à de grands impôts exceptionnels frappant la richesse acquise rencontrèrent l'hostilité du parti conservateur et des milieux d'affaires. Successivement, le projet d'établissement d'un impôt général, dit « capital Levy », et d'un prélèvement sur les enrichissements de guerre qui avaient donné lieu à des études précises furent abandonnés (1). L'on s'efforça d'obtenir une compression des dépenses publiques qui atteignit 35 % dès l'exercice 1920-1921. Le budget de cet exercice se soldait par un excédent de 234 millions de £ qui allait permettre de commencer la réduction de la dette. Par la suite, les exercices 1922-1923, 1923-1924 et même 1924-1925, quoique plus faiblement, furent excédentaires.

Les avances par voies et moyens de la Banque d'Angleterre avaient déjà pratiquement disparu (200 millions sur 250 avaient

(1) Voir sur cette question G. JÈZE. *Revue Science et Législation financières*, 1920.

été remboursés). Entre la fin de 1919 et la fin de 1922, la dette intérieure à long terme fut réduite de 8.079 à 7.116 millions de £ ; la dette flottante de 1.349 à 941 millions ; la dette extérieure de 1.357 à 1.087 millions.

Mais cet effort se trouve complété par une politique de consolidation des bons du Trésor qui, de 1.106 millions de £ au 31 décembre 1919, passèrent à 604 millions au 30 juin 1923. Ces bons étaient détenus en grande partie par les banques et certaines entreprises privées, maisons de commerce ou compagnies d'assurances qui les considéraient comme une réserve de caisse portant intérêt. Les banques dont les dépôts avaient doublé durant le conflit redoutaient de voir disparaître trop tôt les bons qui constituaient pour elles un emploi liquide très commode, d'autant plus que l'activité économique n'avait pas encore repris son essor et ne leur permettait pas d'utiliser leurs disponibilités dans les opérations commerciales à court terme. Si bien que les emprunts de consolidation de la dette flottante furent en partie souscrits par les banques elles-mêmes au moyen des fonds provenant du remboursement des bons du Trésor à court terme. Mais le péril qui pouvait résulter pour le Trésor de demandes massives de remboursement aux échéances diminuait progressivement.

L'équilibre budgétaire permettait ainsi de dégager une marge de ressources excédentaires indispensable pour opérer l'amortissement et la consolidation de la dette de guerre. Il rendait possible la bonne exécution d'une politique de déflation.

§ 3. — La déflation (1).

Le Gouvernement, sur les recommandations du Comité Cunliffe (créé pour étudier les modalités de la politique monétaire d'après-guerre), s'était d'abord préoccupé dès le mois d'août 1919 d'enrayer le développement de l'inflation monétaire.

(1). Sur cette question, voir RIST. *La déflation en pratique*, Marcel Giard, 1924 ; G. E. BONNET. *Les expériences monétaires contemporaines*, Armand Colin, 1929 ; La politique monétaire anglaise d'après-guerre. *Thèse Paris*, 1923.

La circulation de Currency Notes se trouva limitée et fut gagée en cas d'augmentation par une couverture en billets de la Banque d'Angleterre. De sorte que toute élévation de leur montant entraîna une diminution de la réserve des billets à la Banque. Ce montant diminua à partir de 1921 de plus de 70 millions de £ en moins de trois ans.

En même temps, à partir de 1919, une politique de hausse des taux d'intérêt était pratiquée. Les bons du Trésor passèrent progressivement de 3 1/2 % à 6 1/2 %, le taux d'escompte de la Banque de 5 à 6 % le 6 novembre 1919 et à 7 % en avril 1920 (Cette rigueur s'atténua d'ailleurs à partir d'avril 1921, progressivement le taux d'escompte fut ramené à 6 1/2 %, puis jusqu'à 3 % en juillet 1922). Quelles que soient les raisons qui motivèrent ces relèvements, ils eurent pour résultat d'engendrer une déflation des crédits et une réduction des moyens monétaires en circulation.

Le succès de cette politique qui se développait fort heureusement en période de dépression économique et partant de baisse des prix, permit d'enregistrer un relèvement progressif du change de la £ jusqu'à un taux voisin de son pair d'avant-guerre. Le Gold Standard Act de 1925 devait rétablir la convertibilité de la £ en or.

Cependant cette politique de revalorisation intégrale de la £ avait peut-être été trop ambitieuse. Tous les prix n'avaient pu baisser dans une mesure suffisante et s'adapter au nouvel étalon monétaire. Les salaires, en particulier, s'avéraient presque incompressibles. Ces prix de revient trop élevés défavorisèrent la production britannique sur les marchés mondiaux de l'après-guerre. Cette fragilité du système économique ainsi établi est probablement l'une des causes de la chute de la £ en 1931.

CHAPITRE II

EN ALLEMAGNE — DÉPRÉCIATION DE LA MONNAIE

§ 1. — Le legs du passé.

La situation financière de l'Allemagne au 11 novembre 1918 se présentait sous des auspices peu favorables à un retour rapide de la prospérité économique. La dette consolidée s'élevait alors à 96 milliards de marks et la dette flottante à 45 milliards en bons et traites du Trésor, contre 5 milliards au total avant la guerre (1). Le budget, non compris les charges militaires, devait inscrire 14 milliards de dépenses, au lieu de 3 milliards 1/2 avant la guerre, charges militaires comprises. La situation des États particuliers qui avaient conservé leur autonomie n'était pas meilleure. Leur dette de 17 milliards avant 1914 s'était augmentée d'une dette flottante d'environ 9 milliards. Leur charge d'impôts, qui était d'environ 2 milliards avant les hostilités, avait doublé. Dans l'ensemble, la dette globale était de 167 milliards en 1918 contre 22 en 1914 et la charge budgétaire de 20 milliards contre 5.

Cet état de délabrement des finances n'était pas spécial à l'Allemagne, il caractérisait à cette époque tous les pays belligérants. Mais plus que le poids de la dette — dont la partie flottante était relativement moins importante que celle d'autres pays —, que les charges budgétaires accrues dans des proportions moins considérables qu'en France par exemple, l'ampleur de la circulation monétaire s'avérait particulièrement inquiétante. Elle s'élevait à plus de 27 milliards de marks, contre moins de 3 milliards au 31 juillet 1914, avec une couverture d'or de 9 % au lieu d'environ 50 %. Dans le même temps, la circulation fiduciaire en France

(1) Ces données sont extraites de l'ouvrage de M. RIST : Les Finances de guerre de l'Allemagne, *op. cit.*

avait seulement quadruplé. C'est évidemment là que se trouvait la source des difficultés les plus graves.

L'année suivant l'armistice, qui fut si lourde pour les finances de tous les belligérants, fut encore aggravée ici par une crise économique et par les répercussions sur les marchés monétaire et financier de la grave crise de confiance engendrée par la défaite. Comme avant la guerre, la solution du moratoire fut rejetée, il fut satisfait aux demandes de remboursement des dépôts, considérablement grossis durant les hostilités, par l'émission de billets. En outre, des mesures de liquidation étaient prises à la bourse par un syndicat de garantie pour les valeurs les plus intéressantes.

Mais la cause principale de l'inflation résultait des besoins du Gouvernement. Les recettes d'impôts demeuraient faibles, un emprunt à lots émis en novembre 1919 échoua, les dépenses furent donc couvertes essentiellement, soit par les avances de la Reichsbank, soit par les souscriptions du marché aux bons du Trésor. La Reichsbank continua, comme par le passé, à réescompter sur le marché une forte partie des bons du Trésor et des traites reçues du Gouvernement ou des fournisseurs. Mais ces escomptes depuis le début de 1920 devinrent malaisés, car ils se heurtaient aux besoins du commerce et de l'industrie, accrus par la hausse des prix. La Reichsbank tendait ainsi à devenir l'unique bailleur de fonds du Gouvernement.

Les charges de ce dernier s'augmentaient en 1919 du lourd déficit budgétaire de cet exercice et des dépenses résultant des réparations imposées par le traité de paix. La dette flottante avait presque doublé et la circulation monétaire s'élevait pour l'année de 32 à 49 milliards. La baisse du mark s'accroissait sur le marché des changes, rendant plus difficile l'approvisionnement du pays en matières premières et le rétablissement de l'activité de ses industries.

§ 2. — Les finances publiques et la dépréciation monétaire.

Le principal remède à cette situation était évidemment le retour à l'équilibre budgétaire. A la fin de l'année 1919, le Ministre Erzberger entreprit cet effort avec une grande énergie.

Le système fiscal et l'Administration financière sont unifiés après des négociations avec les États qui désiraient maintenir leurs prérogatives particulières. L'assiette des impôts sur le revenu se trouve réorganisée, les tarifs sont majorés. Les impôts indirects prennent une plus grande place dans l'ensemble des ressources fiscales. Enfin l'amortissement de la dette est prévu par le moyen d'impôts exceptionnels qui frapperont la fortune acquise et pourront être acquittés par la remise de titres d'emprunt. Non seulement la richesse acquise pendant la guerre sera soumise à un double impôt : l'un sur les accroissements de patrimoine, l'autre sur les accroissements de revenus, mais aussi la richesse existante subira un impôt extraordinaire sur le capital, payé une fois pour toutes, le « Notopfer » ou « sacrifice pour la détresse » (1). Ce dernier réalisait l'application de la vieille idée du prélèvement sur le capital qui fit l'objet de projets dans tous les pays belligérants au lendemain de la guerre. Il comportait un tarif progressif par tranches, allant de 5 à 65 %. Il était payable évidemment par des annuités dont le nombre pouvait aller jusqu'à cinquante. Le rendement escompté de cet impôt dès la première année était de 10 milliards ; en réalité, on en tira seulement 1.350 millions en 1920.

En dépit de cet effort considérable, les exercices 1919-1920 et 1920-1921 se soldèrent par d'importants déficits. La dette flottante continua à s'accroître, la circulation passa de 49 milliards 1/2 à la fin de 1919 à 81 milliards à la fin de 1920. Après une période de stabilité relative, la chute du mark s'accrut rapidement sur le marché des changes à partir de juin 1921.

Cette dépréciation en constante progression eut de graves conséquences pour les finances publiques.

Elle entraîna d'abord une contraction des recettes fiscales. Les impôts directs, qui avaient la prépondérance, ne pouvaient s'adapter aux variations du niveau des prix. Les impôts exceptionnels exigeaient des paiements massifs. Ils conduisaient à un effritement de la matière imposable et à un appel au crédit augmentant l'in-

(1) Voir les caractéristiques de cet impôt dans *Revue de Science et Législation financières*, 1919, pp. 404 et suiv.

flation qu'ils avaient pour but de combattre. Le rendement du système fiscal en pouvoir d'achat était décevant. Plus tard, on s'efforcera de l'améliorer en prévoyant un système de paiements échelonnés à courte échéance et un tarif variable, corrigé par un multiplicateur, en fonction de la valeur de l'unité monétaire.

Quant aux dépenses, elles s'accroissaient bien évidemment par rapport aux prévisions durant toute la période d'exécution de l'exercice budgétaire. La conséquence de cet état de fait était le déséquilibre permanent du budget, l'augmentation progressive de la dette flottante et de la circulation monétaire.

La dette flottante d'ailleurs s'accrut beaucoup plus rapidement que la circulation des billets. Au plus fort de l'inflation, le 15 novembre 1923, les bons du Trésor émis étaient presque le double des Reichsbanknoten en circulation. Les chiffres de cette période sont véritablement astronomiques et n'offrent plus de signification réelle. L'inflation conduisait suivant une expression imagée à une véritable « liquéfaction de la dette flottante » (1).

Ce phénomène a d'ailleurs été interprété comme illustrant l'impossibilité pour le Trésor de réaliser une sorte de compensation de la circulation, en prélevant sur elle de fortes quantités de billets pour éviter un développement inflationniste. Puisque, pour en faciliter le placement dans le public, les bons peuvent être escomptés dans les banques, ils ne tardent pas à être considérés comme une sorte de monnaie portant intérêt et à être acceptés en paiement dans les transactions. On ne manque pas de souligner que leur émission double alors les moyens de règlement en circulation.

En réalité, cette thèse ne peut être soutenue que dans le cadre de l'expérience allemande à cette période. Le système adopté transformait par définition le bon en une monnaie, alors que normalement il jouait à la même époque dans le système français le rôle économique d'un dépôt à terme. D'abord, par son essence même, le bon était ici assimilé à la monnaie. Il était pratiquement émis par la Reichsbank qui l'escomptait directement et remettait en

(1) André FOURGEAUD. *La dépréciation et la revalorisation du mark allemand*, Payot, 1926, pp. 116 et suiv.

échange des billets au Gouvernement. Donc, au départ, une création de billets qui était d'autant plus normale que le bon assimilé à la lettre de change fut considéré comme un élément de l'encaisse au même titre que l'or. Si la Banque ne réussissait pas à le placer sur le marché, ce qui fut de plus en plus fréquent, il ne réalisait par la suite aucune diminution des billets entre les mains du public et donc de son pouvoir d'achat. Et, même s'il était mis en circulation, la disette de moyens de paiement engendrée par la hausse des prix devait en effet le transformer fréquemment en moyen de règlement.

On comprend fort bien dès lors qu'il n'ait pu enrayer l'inflation monétaire et il n'est pas étonnant qu'il l'ait précédée. Pratiquement, les bons s'accumulaient tranche après tranche en fonction des besoins grandissants du Trésor. Ils présentaient donc une très grande immobilité à la base, du fait qu'après avoir servi pour une opération budgétaire, qu'ils avaient eu pour objet de solder, ils n'étaient plus jamais libérés. Au contraire, malgré la hausse vertigineuse des prix, le billet peut servir à régler une multitude d'opérations privées ; il n'est pas nécessaire qu'il soit exactement égal à l'ensemble des transactions qu'il convient de payer. Bien plus, les bons contenaient en eux-mêmes le principe de leur propre accroissement par la masse considérable d'intérêts qu'ils obligeaient l'État à payer pour les nourrir.

Le problème des finances publiques était ainsi étroitement lié à la valeur de la monnaie et il ne pouvait être résolu avant qu'elle ait acquis une certaine stabilité. Mais la dépréciation était trop considérable pour que cet objectif pût être atteint sans qu'il soit nécessaire de recourir à une monnaie nouvelle.

§ 3. — La création d'une monnaie nouvelle et ses conséquences.

A la fin de l'année 1923, une « loi de pleins pouvoirs » renforça l'autorité du chef du Gouvernement et lui permit de créer, le 13 octobre 1923, un établissement de crédit, la « Rentenbank ».

Cet établissement recevait une dotation de 3.200 millions constituée par une hypothèque représentant 4 % de la valeur en capi-

tal de chacune des propriétés agricoles et industrielles de l'Allemagne. Sur cette somme, 2.400 millions constituaient le capital du nouvel établissement et 800 millions ses réserves. Cette base devait gager 3.200 millions d'obligations (rentenbriefe) qui permettraient à leur tour l'émission d'une égale quantité de « Rentenmark », la monnaie nouvelle dont l'unité valait 1 mark-or.

Avec cette émission, ainsi limitée à un chiffre fixe, la Rentenbank pouvait disposer de 1.200 millions qu'elle prêterait à l'État afin de lui permettre d'assainir la situation financière. Par contre, la Reichsbank subsistait, mais il lui était interdit d'escompter les bons et traites du Trésor, ce qui arrêta les émissions de mark-papier. En outre, le Dr Schacht était nommé commissaire d'Empire à la monnaie. Il devait préparer le retour à une monnaie d'or.

Sur les 1.200 millions de Rentenmark mis à la disposition du Gouvernement, 300 millions furent consacrés au remboursement à la Reichsbank des 191 quintillions 580 quadrillions 465 trillions de marks en bons du Trésor escomptés par elle jusqu'au 15 novembre. L'opération d'extinction de la dette flottante était rendue possible parce que, malgré l'énormité de son montant en marks-papiers, elle ne représentait que 191 millions 1/2 de marks-or environ. L'avance de 300 millions de marks-or de la Rentenbank fut donc plus que suffisante et en tenant compte des divers taux de conversion pratiqués jusqu'au 22 décembre, date de clôture des remboursements, elle ne coûta que 200 millions environ. Le solde, soit 100 millions, fut ajouté à la somme de 900 millions qui était inscrite à un compte d'avances portant intérêts.

Le Gouvernement avait donc à sa disposition une somme d'un milliard de marks pour solder ses dépenses courantes en attendant que l'équilibre du budget lui permette d'y faire face avec des moyens normaux. Après bien des efforts, au terme de nombreuses vicissitudes et avec l'appui de la solidarité internationale, sous forme d'octroi de crédits, une monnaie saine put être reconstruite.

Malheureusement, la nécessité d'établir une valorisation des dettes consacra la ruine de nombreux créanciers. Les anciennes créances privées furent estimées à 15 % de leur valeur-or et à 25 % pour les créances hypothécaires. Quant aux dettes publiques, le taux de 2,50 % a été adopté. Ces mesures frappèrent

lourdement les classes moyennes et la vertu de l'épargne se trouva fortement ébranlée.

Ainsi, un redressement remarquablement rapide avait pu être opéré dans le domaine monétaire et des finances publiques, mais l'économie allemande fortement éprouvée par l'inflation était encore convalescente ; elle ne devait retrouver que plus tard son intense vitalité.

CHAPITRE III

EN FRANCE — STABILISATION AVEC PERTE DE VALEUR

§ 1. — Les vicissitudes du rétablissement.

La France avait été, de tous les pays belligérants, le plus éprouvé par la guerre. Les hostilités s'étaient déroulées en majeure partie sur son sol pendant plus de quatre années. Aux pertes considérables en hommes et en matériel, s'ajoutait la destruction partielle de son potentiel de production, ainsi que l'ancantissement des conditions normales de vie dans toute une région. La nécessité d'opérer rapidement la reconstruction de toutes ces ruines et de réparer ces pertes s'imposait donc à elle.

Malheureusement, l'année 1919, qui, affectée par les conséquences de la guerre (démobilisation, liquidation des stocks, libération des industries), fut très lourde pour les finances de tous les belligérants, s'avéra chez nous particulièrement catastrophique. La dette flottante (bons et obligations du Trésor) s'augmenta de 25 milliards 400 millions, la dette extérieure de 11 milliards 300 millions, les avances de la Banque de France de 8 milliards 300 millions. Aussi, dès la fin de 1919, le franc, qui ne bénéficiait plus depuis le mois de mars du soutien résultant des crédits accordés par la Grande-Bretagne et les États-Unis, perdait sur le marché des changes 45 % de sa valeur théorique.

Le pays était encore tendu dans l'effort qu'il venait d'accomplir ; un vaste emprunt de consolidation aurait eu des chances de succès et aurait ainsi ménagé l'avenir. Malheureusement, le Gouvernement ne profita pas de cet instant favorable ; bien au contraire, il

accrut au cours de l'année 1919 ses engagements plus que dans toute autre année de guerre. L'inévitable détente qui suit les périodes de grands sacrifices ne devait plus lui permettre de réaliser avant longtemps cette opération. Il allait se laisser ainsi engager sur la voie des solutions faciles.

Pourtant, au cours de l'année 1920, les impôts directs étaient augmentés et une convention passée avec la Banque de France prévoyait le remboursement des avances à raison de 2 milliards par an. Le Gouvernement semblait vouloir soustraire la monnaie à l'influence des besoins de l'État et poursuivre ainsi une politique de déflation.

Un effort d'aménagement de la dette flottante fut tenté à partir de 1921. L'émission de bons à 2 ans, à 3-5, à 3-6-10 ans pour le compte du Trésor ou du Crédit National était inspirée par le désir de consolider une partie des bons de la Défense Nationale à moins d'un an. Mais ce n'était là qu'une trêve bien précaire et en réalité les difficultés devaient se trouver aggravées par le chevauchement des échéances.

Les essais tentés sur le marché financier furent sans grand succès, bien qu'effectués à des conditions très onéreuses pour le Trésor. A la fin de 1924, un emprunt en bons du Trésor remboursable en 10 ans avec une prime de 50 % donna 4.900 millions. L'emprunt perpétuel 4 % 1925 à garantie de change, payable exclusivement en bons du Trésor, réussit un peu mieux, les souscriptions s'élevèrent à près de 6 milliards.

Malheureusement, les circonstances étaient peu favorables au développement d'un programme d'emprunts, car aucun effort sérieux n'était accompli dans la gestion des finances publiques. Les oppositions politiques et les manœuvres parlementaires entraînaient de fréquents changements de Gouvernement, enlevant ainsi toute possibilité d'action cohérente. Les très lourds et constants déficits du budget contribuaient à accroître une dette flottante déjà considérable et qui risquait de compromettre définitivement l'avenir de la monnaie.

§ 2. — Les dangers de la dette flottante.

L'accroissement considérable de sa dette à long terme n'est jamais très profitable à l'économie d'un pays. Il est le signe d'un mauvais état des finances publiques ; dégageant le présent, il crée l'inquiétude de l'avenir. Généralement, les fonds ainsi recueillis ne sont pas utilisés dans des emplois rentables. Ils servent au contraire à solder des dépenses de consommation et détournent une partie des revenus épargnés d'investissements susceptibles d'accroître la production. Cependant, ils n'ont immédiatement aucun effet direct sur la valeur de la monnaie.

Il en va tout autrement des emprunts à court terme en bons ou obligations du Trésor, lorsqu'ils prennent de trop vastes proportions. La dette flottante constitue en effet pour l'État une menace permanente d'inflation, une inflation en puissance. L'importance des sommes qu'il doit obtenir par son intermédiaire pour financer la guerre oblige le Trésor à jouer le rôle d'un véritable banquier. Il offre à tous les fonds, disponibles pour une brève période, et qui n'ont pas la possibilité d'être utilisés autrement, un emploi rémunérateur, commode et sûr. Il draine ainsi les espèces qui servent à la trésorerie des entreprises, l'épargne en formation des particuliers, enfin les sommes déposées dans les banques et établissements de crédit. L'étendue et l'importance des engagements contractés vis-à-vis de cette multitude de porteurs d'effets, posent pour lui comme pour une banque un problème de liquidité.

Cette liquidité est fonction de facteurs d'ordre économique et technique. L'existence même d'une dette à court terme très élevée, implique à un moment donné la présence d'une masse considérable de capitaux flottants sans emploi. Si cette dette reste incompressible et à plus forte raison si elle s'accroît, elle exige toujours un important volant de disponibilités pour assurer son entretien. Si les conditions économiques demeurent telles que l'aisance du marché monétaire soit toujours très grande, son renouvellement constant est assuré. Mais cette situation peut se trouver modifiée par des facteurs psychologiques : l'inquiétude des prêteurs ou leur confiance, et strictement économiques. C'est ainsi

qu'elle peut subir l'influence d'une reprise de l'activité dans certaines industries ou du développement de transactions commerciales, d'une modification dans le niveau général des prix : soit la hausse de certains articles de consommation courante, ou même la hausse généralisée des prix provenant d'une dépréciation de la monnaie.

En somme, toutes les causes susceptibles soit de créer de nouveaux emplois, soit de multiplier les emplois existants, peuvent influencer sur la masse des capitaux libres et en restreindre l'usage au profit du Trésor. La stabilité des conditions sur lesquelles il avait initialement compté se trouvant modifiée, il doit faire face à des demandes de remboursement. Son seul recours est alors l'appel à l'Institut d'Émission qui, par ses avances, accroît la masse des signes monétaires en circulation.

La liquidité de la situation du Trésor dépend également de la composition de la dette qu'il a contractée. Celle-ci doit être aménagée de telle sorte que l'échéancier de cette nouvelle banque de dépôts soit habilement échelonné et comporte des sorties de fonds régulièrement équilibrées. Sinon, l'obligation de faire face à un décaissement massif, à un moment où il lui est impossible d'obtenir en temps utile des ressources saines, l'amènera à solliciter des avances de l'Institut d'Émission. Il convient donc que le Trésor ne se laisse pas exclusivement guider par le souci d'attirer les détenteurs de fonds libres, mais qu'il subordonne les modalités techniques de son offre à la facilité de réaliser ses engagements.

En pratique, l'expérience des années 1925 et 1926 en France prouve bien la réalité de cette situation du Trésor. Au cours de l'année 1925, le total de ses bons diminua de 5 milliards, alors qu'il manquait de ressources nouvelles pour combler les déficits budgétaires. Si les prêteurs ne venaient pas renouveler les bons, c'est que tout ou partie des avantages que présentait pour eux la souscription avait disparu.

Le premier, c'est l'intérêt versé. Sans doute il constitue un attrait sérieux — surtout en période normale — mais il représente le prix de l'abandon, pendant une certaine période, de la liquidité de la somme prêtée. Comme tel, il est intimement lié à la deuxième considération qui guide le prêteur : le degré de sécurité. Il faut

que le prêteur soit sûr d'un remboursement intégral et ponctuel. Or, à cette époque, l'instabilité politique complique la situation financière qu'aucun effort sérieux ne paraît désormais devoir rétablir (1) et aggrave l'incertitude sur l'avenir de la monnaie. Des projets de prélèvement sur le capital, de monopole du marché des changes, d'emprunt ou de consolidation forcés, sèment l'inquiétude et découragent l'épargne. Les capitaux flottants fuient à l'étranger, malgré les prohibitions, et aggravent les fluctuations du change.

Ainsi le troisième facteur de placement : l'abondance de disponibilités sans emploi, se trouve également diminué. D'autant plus que la dépréciation extérieure de la monnaie est suivie d'une dépréciation à l'intérieur. La hausse des prix accroît dans le public le besoin de signes monétaires et augmente ainsi l'importance des emplois de consommation.

Le Comité d'experts réuni en mai 1926 mettait en relief dans son rapport le danger de la dette flottante dans une période d'instabilité monétaire. Il préconisait le retour à la stabilité de la monnaie, l'équilibre du budget, l'interdiction d'émettre à l'avenir des bons de la Défense Nationale qui devaient être considérés comme un legs de la guerre. Ces bons devaient être séparés nettement de la Trésorerie et confiés à une Caisse de gestion, dotée de ressources propres, afin de poursuivre leur consolidation et leur amortissement.

La situation atteignit son paroxysme en juillet 1926 lorsque M. Poincaré forma son Gouvernement d'union nationale. La livre sterling cote 240 francs, le dollar près de 50, les avances de la Banque de France s'élèvent à 38 milliards 1/2 (contre 17 milliards fin 1918) ; la marge disponible du Trésor à la Banque est

(1) Parmi les expédients utilisés, figure le « chèque contributions », créé par une loi du 28 février et un décret du 11 mars 1925.

C'était un effet sur le Trésor destiné à permettre au contribuable de s'acquitter par avance de ses impôts. Un peu analogue au bon du Trésor, il était émis en coupures de 100 à 10.000 francs à 95 % de sa valeur nominale et bénéficiait d'un intérêt fixe de 5 %. Malgré son taux réel élevé, il ne permit d'obtenir qu'un milliard environ (cf. *Revue Science et Législation financières*, 1927, p. 524).

cependant tombée à 1 million, alors qu'il doit faire face à des échéances massives de 7 milliards $1/2$ par mois, du fait d'un mauvais aménagement de sa dette à court terme.

§ 3. — La stabilisation monétaire.

L'arrivée au pouvoir d'un Gouvernement décidé à assainir rapidement les finances publiques retourna la situation en quelques semaines. Sur le marché des changes, la livre baissa très vite de 240 à 160 francs ; à la fin de l'année, elle s'équilibrait autour de 124 francs. La confiance renaissait également à l'intérieur : dès le 30 septembre, les souscriptions aux bons du Trésor dépassaient les remboursements de 1 milliard 153 millions. Enfin des mesures énergiques étaient prises pour équilibrer le budget tant par des économies que par un renforcement de la fiscalité. Les impôts indirects, susceptibles d'atteindre dans cette période de forts rendements, étaient majorés, tandis qu'en revanche la fortune acquise payait sa part sous forme notamment d'une taxe à la première mutation créée afin d'être utilisée pour l'amortissement de la dette publique. Grâce aux mesures prises, le budget de l'exercice 1926 se solda par un excédent de plus d'un milliard, tandis que la Caisse Autonome d'Amortissement instituée par la loi constitutionnelle du 10 août 1926 prenait en charge, à l'aide des ressources qui lui étaient spécialement affectées, la gestion de la dette flottante.

Après une période de stabilisation de fait d'environ 18 mois, au cours de laquelle la Banque de France assura la convertibilité du franc en devises au taux de 124 francs pour une livre, la loi du 25 juin 1928 consacra le retour à l'or, en stabilisant le franc au cinquième de sa valeur d'avant-guerre. Ce coefficient de dépréciation avait paru devoir être raisonnablement admis pour permettre l'adaptation des activités économiques au niveau général des prix et garantir l'équilibre des finances publiques.

La réévaluation de l'encaisse-or, sur la base de la nouvelle valeur de l'unité monétaire, permit à l'État d'éteindre vis-à-vis de la Banque de France la dette contractée du fait des avances. Elles

avaient d'ailleurs été partiellement remboursées et ne s'élevaient plus qu'à 15 milliards environ.

Les remboursements considérables réalisés précédemment avaient été rendus possibles grâce à l'abondance des disponibilités à court terme, provenant soit des opérations d'achat d'or et de devises pratiquées par la Banque de France, soit du ralentissement des transactions commerciales provoqué par le redressement brutal de la valeur de la monnaie, soit enfin du rapatriement des fonds qui avaient fui à l'étranger. Cette masse de francs en circulation vint s'employer en bons de la Défense Nationale ou en dépôts dans les divers établissements financiers et notamment en dépôts au Trésor (1). Grâce aux fonds ainsi mis à sa disposition, l'État avait remboursé à la Banque de France, jusqu'en janvier 1928, plus de 11 milliards d'avances.

Mais les sommes utilisées n'avaient été confiées que pour une durée provisoire ; elles pouvaient être retirées d'un moment à l'autre ; aussi la situation fut-elle régularisée par deux emprunts de consolidation émis le 15 juin 1927 et le 7 mai 1928. Ces emprunts, dont le second procura en outre plus de 10 milliards d'argent frais, permirent l'extinction définitive de 15 milliards d'avances de la Banque à l'État. La loi du 25 juin 1928 devait d'ailleurs supprimer les dépôts volontaires de fonds particuliers au Trésor, conservant toutefois comme par le passé la faculté pour les Trésoriers-payeurs généraux d'accepter des dépôts sous leur propre responsabilité et sans garantie de la part du Trésor. La loi prévoyait que la Banque fournirait à l'État une avance fixe de 3 milliards comme contre-partie de son privilège d'émission. Cette

(1) Ces dépôts de fonds particuliers autorisés pendant la guerre auprès des Trésoriers-payeurs généraux (avec garantie subsidiaire de l'État) ou auprès de la Caisse centrale du Trésor public, n'avaient jamais été très importants puisque, au total, y compris les dépôts obligatoires qui sont la majorité, ils n'avaient jamais dépassé 2 milliards. Mais ce montant s'éleva après la guerre et atteignit 9 milliards 600 millions au 1^{er} janvier 1926.

En outre, la loi du 19 avril 1926 avait décidé que les Trésoriers recevaient désormais les fonds privés en dépôt, non plus à titre personnel, mais pour le compte du Trésor directement responsable de leur remboursement. L'intérêt était fixé au taux avantageux de 2,50 % pour les comptes à vue et 3,10 % pour les comptes avec préavis.

avance qui s'ajoutait au bilan aux 200 millions résultant des conventions antérieures, était destinée à donner au Trésor un fonds de caisse qui allait faciliter le remboursement des sommes déposées auprès de lui par des particuliers.

Enfin, deux conventions passées par la Caisse Autonome d'Amortissement, l'une avec le Trésor, l'autre avec la Banque de France, réglèrent le sort des bons du Trésor qui avaient été remis à cette dernière en représentation des avances faites à des Gouvernements étrangers. La Caisse se chargeait d'amortir les 5.930 millions de bons de l'espèce et recevait pour cela diverses ressources (une annuité budgétaire égale à 1 % du montant des bons non amortis, certaines prestations de la Banque en contre-partie de son privilège d'émission). En contre-partie, la Caisse remettait à la Banque « des bons de caisse sans intérêt à trois mois d'échéance au maximum » pour un égal montant. La Banque de France était autorisée à négocier ces bons sur le marché afin d'agir sur le volume du crédit et de garder le contrôle de sa circulation. Cette stipulation permettait ainsi d'introduire en France l'*Open Market Policy*. Mais l'Institut d'Émission n'utilisa jamais cette possibilité. Ce n'est que dix ans plus tard qu'il devait intervenir sur le marché des valeurs d'État à court terme.

§ 4. — L'aménagement de la dette publique.

Le Gouvernement avait repoussé les moyens exceptionnels d'opérer une liquidation de la dette de guerre qu'il s'agisse de la consolidation forcée, de l'emprunt forcé ou même du prélèvement sur le capital. Ce dernier, appliqué après la guerre en Allemagne et en Italie, était prôné chez nous par les partis de gauche. Ils pensaient que cette « saignée thérapeutique » frappant les classes possédantes aurait permis de libérer d'un coup l'économie du pays des lourdes charges imposées par la dette publique. Mais l'impossibilité d'opérer en pratique cette mobilisation d'une partie des richesses acquises venait encore d'être soulignée par l'expérience de l'étranger. Il fut donc décidé de recourir à la solution traditionnelle, plus lente, mais plus sûre, d'un aménagement progressif de la dette flottante.

Adoptant sur ce point les conclusions du Comité des Experts, le Gouvernement créa le 7 août 1926 la « Caisse de Gestion des Bons de la Défense Nationale et d'Amortissement de la Dette Publique ». Pour assurer l'indépendance et la permanence de cette institution, une loi constitutionnelle du 10 août lui garantissait l'autonomie. Elle prévoyait en outre que, jusqu'à l'amortissement complet des bons de la Défense Nationale et des titres créés par la Caisse, les recettes des tabacs, de la taxe à la première mutation et des droits de succession lui seraient affectées. Leur produit, au cours du premier exercice suivant, constituait une dotation minimum dont le montant devrait être maintenu. Il s'éleva à 5 milliards 406 millions. A ce minimum s'ajouteraient d'ailleurs les excédents budgétaires, les versements au titre des réparations, enfin les dons et legs.

Cette autonomie et cette stabilité des ressources devaient redonner confiance aux porteurs de titres de la dette flottante. La Caisse prenait en charge les bons du Trésor et de la Défense Nationale émis pendant et après la guerre et dont le montant en circulation au 1^{er} octobre 1926 était de 49 milliards environ. Elle recevait la faculté d'émettre des titres — gagés le cas échéant sur les recettes des tabacs — qui bénéficieraient des mêmes privilèges juridiques et fiscaux que les bons de la Défense Nationale.

La politique suivie par la Caisse se caractérisa d'abord par l'aménagement des échéances. Les bons en 1926 étaient en majorité à 3 et 6 mois. Successivement, l'émission des bons à 1, 3, 6 mois et 1 an fut suspendue. A partir du second semestre de 1928, leurs dernières échéances se trouvent liquidées et la Caisse n'a plus en renouvellement que des bons dont la durée est uniformément fixée à 2 ans. Afin de répartir équitablement sur 24 mois le volume et les échéances des nouveaux bons, le montant maximum à émettre était fixé chaque mois pour le mois suivant.

Le péril immédiat étant ainsi écarté, le proche avenir fut également ménagé grâce à la réduction progressive du volume des bons en circulation, soit par leur remboursement, soit par leur consolidation en titres à long terme. Le statut de la Caisse contenait à cet effet une clause lui supposant un amortissement en quelque sorte automatique. Elle prévoyait que le maximum des

bons en circulation serait abaissé chaque année du montant des bons amortis, ce plafond étant d'ailleurs majoré d'une marge de 6 % afin de laisser plus de souplesse à la gestion.

Le Gouvernement put alors procéder très rapidement, grâce à l'appui de la Caisse, à de grandes opérations de consolidation qui eurent un plein succès. C'est ainsi qu'un emprunt en rente 6 % amortissable en cinquante ans, émis en avril 1927 et réservé à certaines catégories de porteurs de bons du Trésor ou du Crédit National, permit de passer sur le long terme pour plus de 18 milliards de ces titres. Il dégageait de plus de 10 milliards les échéances de 1928 et 1929 (1).

Dans les trois premières années de son existence, la Caisse consolida pour environ 20 milliards de bons de la Défense Nationale et en amortit seulement 1 milliard (2). Elle préféra en effet réserver son effort d'amortissement aux titres à long terme, dont la charge était onéreuse, plutôt que de diminuer la dette flottante, dont le taux d'intérêt progressivement amélioré par elle était très bas. La loi de finances du 30 décembre 1928 l'avait d'ailleurs autorisée à procéder à des rachats en bourse de titres publics.

Poursuivre une politique de consolidation apparut également très vite une solution désavantageuse en raison des taux élevés de l'argent à long terme. Elle était au surplus inutile désormais, car les porteurs ne concevaient plus d'inquiétude et les échéances bien aménagées ne présentaient plus de danger. Or, les bons jouaient toujours un grand rôle sur le marché monétaire. Le Trésor s'était abstenu pendant plus de cinq années d'en émettre de nouveaux. Les établissements de crédit et les entreprises avaient toujours des disponibilités abondantes dont l'emploi en bons restait d'usage courant. Il ne paraissait pas opportun de diminuer trop considérablement les quantités offertes à cette clientèle, puisqu'elle n'était pas attirée par d'autres emplois plus intéressants.

En fait, la masse des bons de la Défense Nationale fut ramenée

(1) Sur le détail de ces opérations voir HUET. La structure des emprunts depuis la fin des hostilités dans ses rapports avec la politique financière générale de la France. *Thèse Paris*, 1935.

(2) HUET, *op. cit.*, p. 83.

aux environs de 26 milliards en 1932 et demeura stable à ce chiffre. A partir de cette date, la Caisse dont les ressources se trouvaient d'ailleurs diminuées par l'absence d'excédents budgétaires et la fin des versements au titre des réparations, se vit confier l'amortissement de la dette à long terme assuré jusque-là par le budget de l'État.

*

* *

Ainsi, après quelques flottements, une gestion cohérente des finances publiques avait pu obtenir la stabilisation de la monnaie à une valeur qui permît à l'économie du pays de réparer les pertes de la guerre et de retrouver son équilibre. La dette flottante avait pu être aménagée et progressivement réduite. Mais la masse des titres publics à long terme, considérable malgré les amortissements et les conversions, continuait à faire peser une lourde charge sur le budget français, dont elle constituait un poste de dépense incompressible. Les « générations futures » payaient ainsi lourdement leur tribut des événements passés lorsqu'elles durent à leur tour assumer la charge du conflit présent.

LIVRE III

LE FINANCEMENT AU DÉBUT DE LA DEUXIÈME GUERRE MONDIALE

Au moment où les premiers événements internationaux se déroulant en Europe font pressentir l'imminence du conflit, la plupart des nations sortent à peine de la grave crise économique qui avait pris naissance en Amérique en 1929. Elle avait entraîné de grands bouleversements des échanges mondiaux, l'effondrement des monnaies les plus solides, la rupture des liens de solidarité entre les peuples. Chaque nation se repliait peu à peu sur elle-même et sous l'égide de l'État s'orientait vers un régime d'économie dirigée.

Cette situation nouvelle allait faciliter la mise en œuvre dans chaque pays belligérant de toutes les forces utilisables, afin de réaliser cette conception de la « guerre totale », base de la stratégie moderne. L'organisation de la production, de la répartition et de la consommation allait être beaucoup plus poussée qu'au cours de la guerre 1914-1918, dont l'effet de contrainte n'avait cependant pas anéanti les systèmes d'économie libérale. De même, le financement devait être plus scientifiquement organisé et plus méthodiquement dirigé par l'État qui s'assure presque partout la maîtrise du crédit.

CHAPITRE PREMIER

L'EXPÉRIENCE FRANÇAISE EN 1939-40

Les conditions dans lesquelles la France était amenée à financer cette guerre se trouvaient différentes de celles qui s'imposaient à elle lors du précédent conflit.

La situation politique intérieure s'était notablement aggravée au cours des dernières années. Une grave crise sociale avait profondément troublé la vie du pays et le 30 novembre 1938 le Gouvernement devait briser une tentative de grève générale.

La crise économique mondiale avait atteint plus tardivement notre pays, mais s'était prolongée durant près de sept ans. L'année 1938 semblait marquer le début d'un redressement.

Dans ces conditions, la gestion financière n'était guère brillante. Elle se caractérisait depuis 1930 par un déficit constant du budget qu'aggravait encore l'augmentation des dépenses résultant du récent effort d'armement, et par un endettement massif de l'État.

Le budget de l'année 1938 comportait 54 milliards 739 millions de dépenses, contre 54 milliards 776 millions de recettes, dans sa partie ordinaire, et 14 milliards 231 millions de dépenses extraordinaires couvertes par l'emprunt. Compte tenu des crédits ouverts en cours d'année, il s'était soldé par un déficit de plus de 27 milliards.

La dette s'élevait à 445 milliards de francs au 31 juillet 1939, soit une année $\frac{1}{3}$ du revenu national, évalué à 325 milliards environ, et vraisemblablement plus du $\frac{1}{4}$ du capital national évalué à 1.600 milliards environ. Elle était donc plus lourde qu'en 1914 (1) et la charge de ses intérêts s'élevait à 15 milliards représentant 23 % de l'ensemble des crédits inscrits au bud-

(1) Rappelons qu'en 1914 elle était de 32 milliards pour un revenu national de 35 environ.

get (1). Sa composition était différente puisqu'elle comprenait 60 milliards de bons à court terme, alors que la rente perpétuelle ou amortissable sur une longue période formait la quasi-totalité de celle de 1914.

Elle comprenait en outre une dette de 36 milliards envers l'Institut d'Émission, dont 27 milliards $1/2$ d'avances consenties seulement depuis 1935. L'ensemble des ressources obtenues par cette voie dépassait notablement ces chiffres, puisque 37 milliards de dette avaient été annulés par le jeu des réévaluations successives de l'encaisse. La faculté de recourir aux avances n'avait pu être réservée intacte pour le cas de conflit extérieur. La dette, dès le temps de paix, se présentait donc cette fois-ci avec les mêmes caractéristiques qu'en période de crise.

Cette situation avait exercé une fâcheuse influence sur la tenue de la monnaie. A la suite de crises successives sur le marché des changes, le franc, déjà amputé des $4/5^{\text{es}}$ de sa valeur du fait de la guerre précédente, avait encore subi de nombreuses manipulations depuis 1928. De la parité de 65 mg. 5 à 900 millièmes, il avait été ramené le 1^{er} octobre 1936 dans les limites de 49 à 43 mg., puis détaché de toute base-or le 1^{er} juillet 1937. En novembre 1938, la réévaluation de l'encaisse-or avait été opérée sur la base de 27 mg. 5 d'or à 900 millièmes par franc (2). Cette parité était encore en vigueur à l'ouverture des hostilités. En l'espace de deux ans, la monnaie s'était donc dépréciée de 45 %.

Cependant le Gouvernement qui avait pris le pouvoir au mois d'avril 1938 avait mis en œuvre un plan de redressement financier. Il comportait, outre la réalisation d'économies sur les dépenses, une aggravation de la fiscalité et l'adoption d'une nouvelle politique de la dette publique. Grâce à ces mesures énergiques, le franc retrouva quelque fermeté sur les places étrangères ; peu à peu les capitaux flottants furent rapatriés, ce qui contribua à créer une aisance monétaire dont le Trésor sut largement profiter.

La mobilisation intervint ainsi dans une atmosphère plus calme

(1) Encore faut-il ajouter 4.200 millions de ressources affectées à la Caisse autonome chargée de l'amortissement contractuel.

(2) Soit 8 cent. 5, c'est-à-dire moins de deux sous de Germinal.

que lors du conflit précédent. Elle s'exécuta selon les modalités qui avaient été prévues par la loi du 11 juillet 1938 sur l'organisation de la Nation pour le temps de guerre. Le territoire n'était pas immédiatement menacé par l'invasion. L'opinion lentement préparée par l'évolution progressive des événements réagit moins vigoureusement qu'en 1914. Les autorités financières étaient d'ailleurs fermement décidées à soutenir avec courage le « run » du public.

Les Banques et les Caisses d'épargne assurèrent à guichets ouverts les remboursements qui leur étaient demandés.

L'aide de l'Institut d'Émission ne fit pas défaut : du 17 août au 7 septembre 1939, son portefeuille d'effets s'accrut de plus de 14 milliards, les avances à 30 jours sur effets publics de 2 milliards, les avances sur titres de 374 millions. Les achats d'effets négociables sur le marché libre effectués en application de l'« Open Market Policy » s'élèvent pour la même période à 1.400 millions environ. Une politique libérale de crédit est maintenue pour sauvegarder l'aisance du marché monétaire, le taux de l'escompte reste fixé à 2 % et celui des avances à 3 %. La circulation des billets passe de 123 milliards le 17 août à 146 milliards le 7 septembre.

En effet, le Trésor avait dû de son côté faire face à une diminution considérable de ses fonds en dépôts, à des excédents de remboursement sur l'ensemble des bons à court terme qui atteignirent près d'un milliard 1/2, tandis que le poids de ses charges s'accroissait du fait de la mise en œuvre des mesures de mobilisation (1). Les disponibilités mises en réserve au cours des mois précédents et l'utilisation des avoirs réalisables lui permirent de parer à cette situation, sans qu'il fût nécessaire de faire jouer immédiatement la convention conclue dès le 29 septembre 1938 avec l'Institut d'Émission, qui prévoyait, en cas de mobilisation générale, des avances pouvant s'élever jusqu'à 25 milliards.

Le système de crédit résista donc parfaitement à l'épreuve, le

(1) Sur la situation du Trésor dans la période de mobilisation, voir l'exposé très précis de M. DE LESTRADE : *Le financement de la guerre 1939-1940*, *op. cit.*, pp. 20 et suiv.

moratoire, dont l'expérience de 1914 avait amplement démontré les désastreuses conséquences, avait pu être évité. Seuls les mobilisés furent autorisés provisoirement à ajourner le règlement de leurs dettes. L'ensemble des obligations était maintenu, le délai de présentation des effets se trouvait seulement légèrement prorogé.

§ 1. — Bon du Trésor et Bon d'Armement.

Cette solidité du mécanisme du crédit montra au public que son inquiétude était sans fondement et très rapidement les fonds en dépôts retrouvèrent leur destination primitive. Les Banques n'étant plus paralysées par le souci constant de maintenir une liquidité menacée furent alors en mesure d'apporter au Trésor le concours de leurs capitaux disponibles.

Depuis 1932, le Trésor avait repris l'émission des bons ordinaires, en coupures d'un montant élevé (500.000 puis 100.000 au minimum) et il n'avait pas cessé depuis lors de recourir à ces capitaux bancaires ainsi qu'à ceux des sociétés commerciales. Les mesures prises en 1935 (avances de 5 à 30 jours sur effets publics), en 1936 (élargissement des conditions de l'escompte des effets publics), en juin 1938 (institution de l'*Open Market Policy*) amenaient la Banque de France à soutenir efficacement la politique de la dette flottante. Les possibilités de mobilisation ainsi garanties aux capitaux en quête d'emploi avaient facilité la mise en circulation sur un marché mieux organisé d'une masse de bons à court terme de plus en plus considérable.

Les bons ordinaires du Trésor s'élevaient à :

5.364 millions au	31 décembre	1936,
5.928 »	31 »	1937,
9.121 »	31 »	1938,
10.082 »	31 juillet	1939.

Mais le Trésor n'avait pas négligé la clientèle du grand public qui avait fait le succès du bon de la Défense Nationale. La dette à court terme contractée lors de la guerre précédente demeurait représentée par les bons de la Défense Nationale à 2 ans et 3 ans,

pour un total de 25 milliards 800 millions environ, gérés par la Caisse Autonome d'Amortissement. Mais depuis 1936 le Trésor avait également sollicité la même clientèle en émettant selon des modalités analogues à celles prévues en 1914 des titres à court terme qui s'offraient sous des dénominations diverses.

« Bons du Trésor à 6 mois et 1 an » émis de juillet à septembre 1936 pour un montant total de 4 milliards 1/2 de francs.

« Bons du Trésor émis pour faire face aux charges de la Caisse des Pensions de guerre ». Bien que cette caisse n'ait jamais été réellement créée, les dépenses de cet ordre avaient été distraites du budget de 1937 et groupées en un compte spécial. Ces bons émis à 1 an (de mai 1937 à mai 1938 : 3.331 millions) et à 3 mois (de mars 1937 à mai 1938 : 794 millions) avaient en principe pour objet de couvrir les dépenses des pensions. Les ressources ainsi obtenues profitaient en réalité à la Trésorerie et en mai 1938 des bons du Trésor ordinaires de 6 mois à 1 an placés dans les mêmes conditions leur furent substitués.

Enfin, « Bons émis par la Caisse Autonome de la Défense Nationale ». Cette Caisse, créée en mars 1938 pour une durée limitée au 31 décembre 1939, était destinée à assurer le financement des dépenses exceptionnelles de guerre, inscrites à la première section du compte des investissements en capital. Son autonomie financière devait garantir aux yeux des porteurs de bons l'affectation des fonds souscrits aux dépenses d'armement (1). Les bons à 18 mois qui furent ainsi émis atteignirent à la fin de juillet 1939 : 11.422 millions.

L'imminence du conflit provoqua la naissance d'un nouveau type de titre à court terme, qui devait s'ajouter à ceux qui viennent d'être énumérés. A partir du 1^{er} juillet 1939 apparurent des bons à 2 ans d'échéance, dits « Bons d'Armement ». Cette appellation caractéristique était destinée à frapper l'esprit des souscripteurs en leur rappelant que les fonds prêtés au Trésor devaient contribuer à la sauvegarde de la Nation. La nécessité d'un symbole patriotique était évidente. Le succès du bon de la Défense Natio-

(1) Comme le fait très justement remarquer M. DE LESTRADE, *op. cit.*, p. 109, cette pratique venait rompre de façon fâcheuse l'unité de trésorerie.

nale en 1914 avait été dû autant à sa dénomination qu'aux améliorations techniques apportées à la formule du bon de type courant. Il avait très fortement pénétré les campagnes et s'y était maintenu après la guerre.

Malheureusement, s'il pouvait paraître utile de retrouver immédiatement une clientèle stable, il eût été difficile de ressusciter le bon de la Défense Nationale, condamné en 1926, et dont la Caisse Autonome d'Amortissement avait reçu mission d'assurer l'extinction progressive. Le rôle de la Caisse aurait dû être complètement modifié, ce qui pouvait être dangereux pour le crédit public. Il parut donc opportun de ne pas mélanger les charges de financement des deux guerres et de lancer une formule nouvelle.

Les bons d'armement furent émis au début par la Caisse de la Défense Nationale à 2 ans d'échéance. En même temps, pour éviter toute concurrence, les bons de la Défense Nationale de même durée cessaient d'être mis en circulation dans le public. A vrai dire, la dénomination adoptée constituait à peu près la seule nouveauté du nouvel effet à court terme. Le bon de type courant avait reçu progressivement depuis 1914 de nombreux perfectionnements techniques et il eût été difficile de mettre au point rapidement une formule inédite. Le succès du bon d'armement fut recherché surtout par une amélioration constante des conditions du placement et par l'intensification de l'effort de propagande.

A partir du 31 octobre 1939, les bons du Trésor à 6 mois et 1 an prirent le qualificatif nouveau. Et à partir du 1^{er} janvier 1940, le bon d'armement à 2 ans fut également émis pour le compte du Trésor (1). La Caisse Autonome de la Défense Nationale désormais inutile avait été supprimée par un décret du 31 décembre 1939. Les dépenses civiles étaient strictement couvertes par l'impôt et l'ampleur des dépenses militaires suffisait à garantir aux yeux des porteurs l'affectation des ressources d'emprunt à l'effort de guerre.

Le public fut l'objet de sollicitations constantes de la part des intermédiaires chargés du placement. Leur nombre fut considérablement augmenté.

(1) Il n'y a pas eu de bon d'armement à 18 mois.

Le Trésor appela à participer à l'émission des bons, outre ses comptables directs, les comptables des régies financières, les receveurs municipaux et spéciaux, les payeurs aux armées, etc...

La Banque de France, de son côté, procéda au recrutement d'un réseau serré d'intermédiaires (huissiers, agents d'assurances...) par lequel la clientèle qui reste éloignée des guichets des banques pourrait être touchée.

Les Caisses d'Épargne furent également sur leur demande admises à placer des bons.

Pour faciliter l'action de ces divers agents, un assouplissement du régime pratiqué jusqu'ici (dépôts de garantie, etc...) leur assura un approvisionnement constant de formules en blanc, afin de leur permettre de servir immédiatement les souscripteurs. La délivrance immédiate du titre sans formalités préalables est en effet un élément essentiel de la réussite du placement. L'activité des intermédiaires fut également secondée par l'institution de comptes courants de bons à court terme, dont l'un était tenu par le Service des Émissions au nom de la Banque de France et des correspondants directs du Trésor, l'autre par la Banque de France à l'usage des banques réalisant leurs souscriptions par son intermédiaire. Ce système permettait d'éviter l'incommodité et les risques du transport ou de la conservation des effets. Les cessions de titres pouvaient être effectuées entre les bénéficiaires par simple virement, la délivrance effective n'intervenant qu'à l'échéance, sauf retrait antérieur par le titulaire du compte. Enfin, pour stimuler le zèle des intermédiaires, il fut admis qu'ils auraient la possibilité de retenir immédiatement le montant de leurs commissions de placement sur les sommes par eux versées en règlement des bons souscrits. Ainsi étaient évités les longs retards qui résultaient de la procédure du paiement des commissions sur états trimestriels ou annuels. Le règlement des remises aux comptables publics fut également accéléré par la pratique des versements provisionnels.

La diffusion des bons du Trésor fut poursuivie en dehors de la Métropole, en Afrique du Nord et même amorcée dans certaines Colonies.

Cet effort de placement fut éclairé et coordonné par une propa-

gande intensive. Un service spécial de propagande fut créé au Ministère des Finances. Il envoya des délégués en province chargés de prospector les diverses régions. Toutes les notabilités furent incitées à associer les forces morales, intellectuelles et économiques de la Nation à l'effort d'armement. L'Administration utilisa résolument les méthodes de publicité commerciale : articles de presse, tracts et affiches, conférences, émissions de radiodiffusion et même films spéciaux.

Cette propagande n'avait pas eu le temps avant l'été 1940 de produire tous ses effets sur le grand public. Mais le succès du bon d'armement, ainsi que des deux autres types qui avaient continué à être émis en même temps que lui (bons ordinaires 75 à 105 jours et B. D. N. à 3 ans) est souligné par l'évolution des taux d'intérêt qui traduisent la stabilité et l'aisance du marché monétaire pendant toute la durée de la guerre.

	75/105 j.	6 mois	1 an	2 ans	3 ans
	o/o	o/o	o/o	o/o	o/o
1 ^{er} juillet 1939 . .	1,75	2,25	2,75	3,50	4
1 ^{er} octobre 1939 . .	2	2,25	2,75	3,50	4
1 ^{er} janvier 1940 . .	2	2,50	3	3,50	4
1 ^{er} avril 1940 . . .	2	2,50	3	3,50	4
1 ^{er} juillet 1940 . .	2	2,50	3	3,50	4

Cette stabilité des taux d'intérêt démontre la grande liquidité du marché malgré l'importance des prélèvements opérés par le Trésor.

En fait, compte tenu des B. D. N. à 3 ans et des bons à 18 mois de la Caisse Autonome de la Défense Nationale qui restaient en circulation, bien que ne donnant plus lieu à aucune émission, le volume des bons à court terme en circulation passa de 60 milliards fin août 1939 à 137 milliards fin août 1940, soit une augmentation de 129 %. Le tableau suivant précise, durant cette période, les variations subies par les différentes catégories de bons (1).

(1) DE LESTRADE, *op. cit.*, p. 165.

Bons ordinaires 75 à 105 jours.....	+	22.469 millions
» à 6 mois.....	+	11.494 »
» à 1 an.....	+	22.325 »
» à 18 mois de la C. A. D. N.....	—	5.614 »
» à 2 ans { armement	+	28.144 »
{ B. D. N.....	—	11.595 »
B. D. N. à 3 ans.....	+	9.562 »
Divers (bons remis en échange d'emprunts émis à l'étranger).....	+	613 »

Si l'on élimine le montant des bons de réquisition, qui ne représentent pas des rentrées en numéraire, l'excédent des émissions sur les remboursements procura au Trésor environ 70 milliards de ressources nouvelles.

Grâce aux facilités de mobilisation offertes par le marché, les banques purent prendre directement ou indirectement une grande quantité de bons. L'évolution du portefeuille des quatre principales Sociétés de crédit est particulièrement significatif :

	Dépôts et comptes courants créditeurs	Portefeuilles traites et bons
(1) 31 décembre 1938.....	32.943	21.486
31 » 1939.....	41.767	29.255
31 » 1940.....	61.017	57.115
	(en millions de francs)	

Il est permis de penser que l'ensemble des établissements de crédit du territoire a pu absorber environ 40 % des bons émis pendant la guerre.

§ 2. — Le bon du Trésor et le mécanisme des paiements.

Le bon du Trésor n'est pas seulement intervenu comme procédé d'emprunt destiné à obtenir du public les espèces monétaires nécessaires au règlement des dépenses de l'État. Son rôle a été parfois plus direct. Il a permis de solder, sans utilisation d'espèces

(1) Cité par H. LAUFENBURGER. Dette publique et Richesse privée, *op. cit.*, p. 79.

monétaires, certaines prestations fournies à l'intérieur du pays. De même, il a, dans une certaine mesure, facilité le fonctionnement du mécanisme des paiements à l'étranger.

Lors de la guerre 1914-1918, la mobilisation n'avait été qu'un moyen de mettre en place rapidement le dispositif militaire. Aussi la loi du 3 juillet 1877 ne prévoyait-elle la possibilité de requérir des biens ou des services que pour les besoins des armées et dans une mesure très limitée.

Au début de la seconde guerre mondiale, la mobilisation doit organiser la mise en œuvre de la totalité des ressources nationales nécessaires en temps de guerre. La loi du 11 juillet 1938 consacre à cet effet une large extension du droit de réquisition. Non seulement il peut être exercé par tous les ministères, même civils, dans le cadre de leur mission, mais il peut porter sur l'usage ou la propriété de tous les biens meubles ou immeubles et permettre la possession partielle ou totale de tout établissement industriel ou commercial et son exploitation pour le compte de l'État. Le perfectionnement de la technique moderne rendait les besoins de guerre plus considérables et aussi plus proches de ceux du secteur civil.

L'immensité de l'effort et cette interdépendance des besoins exigeaient la fourniture de prestations beaucoup plus importantes que lors du conflit précédent. Pour assurer leur règlement, sans imposer à la Trésorerie une charge immédiate trop lourde, le bon du Trésor fut utilisé. Mais alors qu'en 1914-1918 son rôle avait été éphémère, le mécanisme de son emploi fut cette fois-ci plus soigneusement organisé.

Certes ce procédé de règlement des dépenses publiques présente le caractère d'un emprunt forcé et dès lors risque de porter atteinte au crédit de l'État. Mais il est psychologiquement justifié par les circonstances dans lesquelles il est appelé à jouer. Son usage d'ailleurs demeura modéré, il permit de régler 6 milliards de dépenses sur une masse totale extrêmement importante. Le seul budget des dépenses militaires en 1940 dépassait 76 milliards.

L'arrêté du 11 septembre 1939 définissait les modalités de paiement des indemnités de réquisition. Aucune distinction n'était faite cette fois suivant la nature du bien requis. Mais des mesures

étaient prises afin que dans le trouble économique causé par la guerre, les gens qui auraient eu besoin d'argent comptant pour solder leurs propres dépenses, renouveler leurs stocks ou leur outillage, ne se trouvent pas trop gênés par la remise d'un effet public.

Les petits prestataires dont l'indemnité n'excédait pas 5.000 fr. étaient payés intégralement en numéraire.

Pour les autres, entre 5.000 et 15.000 francs, ils recevaient 5.000 francs en espèces et le reste en bons. Au delà de 15.000 francs, le tiers de la somme était réglé en numéraire et deux tiers par des bons du Trésor.

A partir de 900.000 francs, cette proportion était abandonnée et le paiement s'effectuait intégralement en bons pour la partie de l'indemnité qui excédait ce chiffre.

Ainsi un minimum d'argent liquide était prévu à la base, selon l'importance des besoins probables de chacun.

Les effets remis étaient des bons du Trésor ordinaires à 1 an d'échéance, portant intérêt au taux de 3 %, du jour de la réquisition de la propriété du bien (1). Mais ils étaient revêtus par les soins des comptables supérieurs de la mention « Réquisitions » apposée au moyen d'un cachet à l'encre grasse au recto du bon et de la souche correspondante. Les comptables inférieurs ne devaient en aucun cas utiliser des bons de leur portefeuille courant pour solder la partie de l'indemnité de réquisition obligatoirement payable par la remise de ces effets publics.

Les bons, type réquisitions, bénéficiaient d'ailleurs de facilités de mobilisation plus grandes que lors de la guerre précédente. Tout d'abord, comme tous les bons du Trésor, ils pouvaient être négociés sur un marché monétaire mieux organisé. Une banque pouvait les prendre à toute époque, selon le taux courant et lorsqu'ils étaient à 3 mois de leur échéance la Banque de France les admettait normalement à l'escompte au taux modéré de 2 %. En outre, ces bons comportaient un avantage particulier qui consti-

(1) Art. 47 du R. A. P. du 28 novembre 1938 pris en exécution de la loi du 11 juillet 1938. Cette disposition était particulièrement importante en raison du retard apporté dans le mandatement du prix provisoire ou définitif de la réquisition.

tuait une commodité pour leurs détenteurs. Ils étaient admis en paiement des impôts directs.

Cette faculté était expressément réservée au prestataire qui les avait reçus pour solde partiel de son indemnité de réquisition. S'ils ne lui avaient pas été délivrés par le comptable détenteur du rôle, le contribuable devait présenter un certificat du comptable qui avait été chargé du paiement de l'indemnité de réquisition. Les bons étaient repris pour leur valeur nette au jour où ils avaient été remis pour régler les réquisitions. Ils ne pouvaient être admis pour des impôts inférieurs à 500 francs — montant de la plus petite coupure délivrée — lorsque le bon présenté était supérieur au montant de l'impôt à régler, le comptable procédait à sa division et remettait des bons « réquisitions » portant bien entendu la même date d'émission que le titre primitif, pour le solde. Jamais le comptable ne devait verser au porteur une soulte en numéraire.

Cette pratique intéressante, qui était d'ailleurs contraire à la règle traditionnelle selon laquelle les créances et les dettes de l'État ne peuvent jamais donner lieu à compensation, fut assez largement utilisée au début de la guerre (1). Sur 6 milliards de bons émis dont près de 3 milliards en 1939, 456 millions furent remis en paiement des impôts, dont 200 environ au cours de l'année 1939.

L'État a retiré du fonctionnement de ce système de règlement des avantages multiples. Au début d'un conflit, dans la période de mobilisation au cours de laquelle le rythme des dépenses publiques s'accélère, il permet de soulager la Trésorerie en lui évitant des décaissements immédiats. Les titulaires de créances à vue sont ainsi reportés à court terme, par le fait qu'ils sont en même temps devenus souscripteurs d'effets publics portant intérêt. Le pouvoir d'achat dont ils auraient pu disposer sur le marché, à la suite de la réalisation d'un bien stable ou lié à un processus économique, se trouve temporairement fixé. Et même, dans la mesure où il est orienté vers le règlement de dettes fiscales, définitivement

(1) La compensation avait d'ailleurs été admise après l'autre guerre en matière de dommages de guerre, elle joue couramment dans le paiement de droits d'enregistrement, en particulier pour les droits de successions.

absorbé par l'État. Ce dernier ne reçoit évidemment en contrepartie de l'émission de ces bons d'un type spécial, aucune somme en numéraire, puisqu'il s'est déjà payé en nature. Mais, à un moment particulièrement critique, il peut économiser ses débours en espèces, et restreindre ainsi au minimum l'émission des signes monétaires. S'il n'est qu'un palliatif, ce procédé présente cependant l'avantage d'habituer toute une clientèle nouvelle au manie-
ment du bon du Trésor. L'ayant essayé par obligation, il n'est pas impossible qu'elle l'adopte plus tard par intérêt, parce qu'elle aura pu apprécier toute la souplesse de ce procédé d'emploi de disponibilités à court terme. Cette accoutumance est peut-être la meilleure des propagandes en faveur du bon et compense ainsi largement le risque d'atteinte au crédit de l'État que les économistes orthodoxes ne manquent pas de reprocher à cette forme obligatoire de placement.

Le rôle du bon fut beaucoup moins important dans le règlement des dépenses effectuées à l'étranger. Les échanges s'opérèrent cette fois sans qu'il y ait lieu d'utiliser directement des bons du Trésor pour mobiliser la signature de l'État.

La période de trouble économique qui suivit le précédent conflit s'était caractérisée par l'insécurité et l'instabilité des rapports internationaux. La confiance ne se préjugeait plus. Les prestations de l'étranger devaient être réglées au comptant.

Cependant, un accord de compensation avait été signé avec la Grande-Bretagne, afin de régler les rapports économiques et monétaires en réduisant dans toute la mesure du possible les livraisons d'or. Mais aux États-Unis — notre principal fournisseur — la loi Johnson interdisait d'accorder des crédits aux pays qui avaient suspendu le paiement des dettes issues de la guerre 1914-1918. Pour tous les autres pays, les livraisons devaient être également soldées par la remise d'or ou de devises.

Cette disparition du crédit international explique que le bon du Trésor n'ait pu, comme au cours de l'autre guerre, jouer le rôle de « Traite d'État ». Il devait cependant intervenir à partir du 29 février 1940 pour faciliter le jeu du mécanisme des paiements à l'étranger.

Le Fonds de Stabilisation des Changes assurait depuis 1936 le

règlement des opérations avec l'étranger. Le Trésor, pour payer ses créanciers hors de France, devait, comme les particuliers, lui acheter les devises nécessaires en lui remettant des francs. Ces francs étaient virés à la Banque de France du compte du Trésor à celui du Fonds.

Au début du conflit, le Fonds disposait d'importantes réserves de change et les besoins du Trésor se trouvaient compensés par le rapatriement des capitaux et l'excédent des exportations. Le règlement des dépenses publiques n'augmenta pas dans des proportions trop considérables ses disponibilités en francs au détriment de ses avoirs en moyens de change. Cette accumulation de francs devait au contraire se produire dès 1940, car les éléments actifs de la balance des comptes diminuaient tandis que les règlements du Trésor s'augmentaient avec le rythme d'exécution des commandes passées à l'étranger.

La convention intervenue le 29 février 1940, afin de donner au Fonds de Stabilisation des changes les moyens de règlement nécessaires pour les opérations que l'on prévoyait au cours de l'année, réalisa sur ce point une amélioration technique intéressante. Elle autorisa cet organisme à placer en bons du Trésor les disponibilités-francs qui étaient jusqu'ici bloquées à son compte à la Banque de France (1).

Ces francs provenaient : soit des versements du Trésor qui utilisait ainsi une partie des avances reçues de l'Institut d'Émission, soit des particuliers qui avaient sacrifié une partie de leur pouvoir d'achat pour solder leurs dépenses à l'étranger. L'immobilisation de ces avoirs après leur premier usage réalisait une thésaurisation absolument stérile et sans utilité aucune. Les billets émis pour les besoins de l'État augmentaient fictivement la masse de ceux qui étaient en circulation. Le pouvoir d'achat dont les particuliers s'étaient privés ne profitait plus à personne. Les règlements des particuliers exerçaient une sorte de ponction sur la masse des disponibilités du marché monétaire. Grâce à l'emploi de ces sommes en bons du Trésor, les règlements à l'étranger n'eurent plus cette

(1) Un arrêté du 10 janvier 1940 avait déjà autorisé le Fonds de soutien des rentes à placer en bons du Trésor ses disponibilités, momentanément sans emploi en raison de la bonne tenue des titres d'État.

incidence sur la masse des billets et crédits en circulation. Leur mécanisme entra dans le jeu du circuit monétaire comme celui des paiements internes.

En outre, le Trésor devait en retirer quelque avantage. Les ressources bloquées jusqu'ici au compte du Fonds à la Banque de France rentraient dans ses caisses et à l'avenir il avait la possibilité de récupérer les espèces monétaires émises pour ses paiements à l'étranger. De plus, grâce aux francs provenant des règlements privés, il bénéficiait du transfert d'un pouvoir d'achat qui était précédemment à la disposition des particuliers.

§ 3. — Les autres procédés de financement.

Indépendamment de l'utilisation des ressources, essentiellement d'origine monétaire, détenues par les fonds de soutien des rentes et de stabilisation des changes, le Trésor dut faire appel directement aux avances de l'Institut d'Émission.

a) LES AVANCES

La convention du 12 novembre 1938 prévoyait la clôture définitive des comptes d'avances antérieurement ouverts. Mais la nécessité de parer à toute éventualité avait conduit le Ministre des Finances à signer dès le 29 septembre 1938 avec le Gouverneur de la Banque de France deux conventions nouvelles.

La première mettait une somme de 10 milliards à la disposition du Trésor en cas de mobilisation partielle.

Dans la seconde, en cas de mobilisation générale, le montant des avances pouvait atteindre 25 milliards. Cette dernière convention fut seule appliquée par un décret du 1^{er} septembre 1939 qui suspendait en même temps la proportion de l'encaisse de l'Institut d'Émission aux engagements à vue, fixée à 35 % par la loi monétaire du 25 juin 1928. Les avances étaient assorties d'un intérêt de 1 % sur le montant effectivement prélevé par le Trésor. Ce taux devait être porté à 3 % un an après la cessation des hostilités. Dans la limite du maximum ainsi prévu, la Banque devait remettre au Trésor, jusqu'à concurrence d'une somme globale de 3.500 millions, des lettres de crédit sur ses succursales et bureaux auxi-

liaires, afin de faciliter l'alimentation des caisses publiques au début du conflit.

En réalité, l'atmosphère de confiance engendrée par le redressement monétaire et le rapatriement des avoirs à l'étranger permirent une utilisation des avances à un rythme moins rapide que l'on aurait pu le penser. Au début de l'année 1940, la marge disponible était encore d'une dizaine de milliards et de 4.950 millions le 29 février suivant.

Cependant, il parut bientôt indispensable de fixer le concours que la Banque de France devait apporter à l'État pour assurer le financement de la guerre. Tel fut l'objet de la Convention du 29 février 1940. Elle prévoyait une réévaluation de l'encaisse de l'Institut d'Émission, sur la base de 23,34 mg. d'or à 900 millièmes pour 1 franc, dont le bénéfice comptable permettait de rembourser définitivement, selon la règle prévue par la convention de novembre 1938, un montant de 17 milliards 338 millions d'avances consenties entre 1936 et 1938. Le reliquat se trouva définitivement apuré par un prélèvement de 3.135 millions sur les disponibilités en francs du Fonds de Stabilisation des changes qui se trouvaient désormais entièrement libérées de cette destination d'amortissement. Mais cet assainissement du bilan ne donnait pas de ressources nouvelles directement utilisables, aussi la convention prévoyait-elle en outre la possibilité de consentir 20 milliards d'avances nouvelles.

Le Trésor y eut recours de façon très modérée ; jusqu'au 15 mai, 2 milliards seulement furent utilisés. Mais avec la défaite militaire, la cadence des prélèvements s'intensifia et le 9 juin, avant de quitter Paris, le Gouvernement jugea prudent de signer la troisième convention de guerre qui portait le plafond des avances de 45 à 70 milliards. Le mois de juillet, avec le retour à des conditions plus normales de circulation des fonds, enregistra les répercussions des événements de juin. A la fin du mois d'août, le compte des avances de la période de guerre s'élevait à 65 milliards 115 millions (1).

(1) A ce chiffre devrait s'ajouter une somme de 1 milliard provenant des avances de la Banque de l'Algérie.

b) LES RESSOURCES FISCALES

Malgré l'intensité et la généralité de l'effort exigé du pays, le financement de la guerre ne fut pas réalisé simplement par le recours au crédit ou à l'expédient monétaire, l'importance des prélèvements fiscaux ne fut pas négligeable.

Un aménagement des impôts existants permit tout d'abord d'accroître leur rendement. C'est ainsi que certaines exonérations ou réductions de tarif étaient supprimées pour les impôts cédulaires et l'impôt général sur le revenu, dont la progressivité était aggravée. Le recouvrement par retenue à la source s'appliquait désormais pour l'impôt sur les traitements et salaires. Il devait permettre de suivre de plus près les variations d'une matière imposable essentiellement mouvante du fait des circonstances et vis-à-vis de laquelle la perception par voie de rôle risquait d'être fréquemment inopérante. Le prélèvement était ainsi réalisé de façon concomitante et le Trésor recevait immédiatement sa part. De même les tarifs de certains droits de consommation avaient été majorés.

Le système fiscal fut également complété avant l'ouverture des hostilités par de nouveaux impôts de caractère exceptionnel qui devaient s'adapter à l'orientation nouvelle de notre économie. En novembre 1938 fut instituée la Contribution Nationale extraordinaire qui, d'une part, se superposait à l'impôt général sur le revenu et, d'autre part, frappait directement diverses catégories de revenus : bénéfices des professions commerciales et industrielles, de l'exploitation agricole, revenus des professions libérales, traitements, pensions, rentes viagères, etc. En avril 1939, une taxe d'armement vint, comme celle sur le chiffre d'affaires, frapper les transactions. Son rendement pendant la période du 1^{er} septembre 1939 au 31 août 1940 dépassa 5 milliards de francs.

Enfin, au cours des hostilités, diverses mesures furent prises constituant l'amorce d'une fiscalité de guerre. Le taux de la Contribution Nationale fut majoré pour tous les contribuables mobilisables qui avaient l'avantage de ne pas être aux armées. Des retenues furent pratiquées sur les salaires des heures supplémentaires imposées par l'effort de production, et que l'on considérait comme

revenus exceptionnels de guerre. Une législation spéciale entreprit la taxation des bénéfices exceptionnels réalisés par les entreprises industrielles et commerciales pendant la période des hostilités, mais son rendement fut des plus modestes.

Les ressources obtenues par le jeu de l'ensemble de ces mesures sont difficiles à déterminer, d'autant plus qu'en contre-partie les circonstances rendirent indispensables certains allègements fiscaux. Pendant les douze mois qui s'écoulèrent du 1^{er} septembre 1939 au 31 août 1940, les recettes normales s'élevèrent à 76 milliards 1/2. Elles permirent donc de couvrir environ 29 % de l'ensemble des dépenses publiques, évaluées à 263 milliards 1/2 au cours de la même période. Mais il est évident que les rentrées fiscales dans les trois derniers mois qui furent ceux de la défaite ont été très faibles et faussent l'appréciation de leur valeur au regard des charges publiques.

Par contre, l'importance des impôts comme procédé de financement de la guerre ne pourrait être déterminée avec exactitude que par rapport aux dépenses nées des hostilités, à l'exclusion de celles qui étaient effectuées en période normale. La part qui leur incombe dans le financement même de la guerre a donc été très limitée.

§ 4. — Le financement en 1914-1918 et en 1939-1940.

Il faut cependant reconnaître que l'effort fiscal réalisé a été supérieur à celui qui avait été imposé au pays en 1914-1918. L'ensemble des dépenses de cette période n'avait pu être couvert par l'impôt que dans la proportion de 16 1/2 %. Le système fiscal avait cette fois-ci achevé d'être mis au point dans ses lignes essentielles. La matière imposable demeurait intacte dans l'ensemble, car aucune parcelle du territoire n'avait été envahie au début du conflit et les destructions ne prenaient pas encore une importance comparable à celles de la guerre précédente. L'adaptation de la vie économique à l'effort de guerre ayant été plus aisément réalisée, les ressources demandées à l'impôt purent être plus abondantes.

Par contre, le recours aux avances de l'Institut d'Émission a été proportionnellement plus modéré.

En 1914, dans les cinq premiers mois du conflit, la Banque avait donné 3 milliards 900 millions d'avances, soit environ sur la base du franc 1939 à 24 mg. 75 : 41 milliards, représentant plus du tiers de la circulation fiduciaire à la même époque. La moyenne des années 1915 à 1918 ressort à 10 milliards 1/2, soit en francs 1939 : 136 milliards 1/2, plus de la moitié de la circulation moyenne pendant cette période.

Durant les quatre derniers mois de 1939, 15 milliards d'avances furent utilisées, représentant à peine le dixième de la circulation fiduciaire, et le total pour la période d'une année qui s'étend du 1^{er} septembre 1939 au 31 août 1940 s'élève à 66 milliards (francs 1940 à 23 mg. 34 d'or), soit le tiers de la circulation fiduciaire au 31 août 1940.

Cette différence résulte non seulement du fait que le recours aux avances — solution de facilité — a été plus fermement écarté, mais aussi de ce que les possibilités offertes dans le domaine du crédit donnaient à l'État une plus grande liberté d'action.

L'appel au crédit a été d'importance comparable, mais a revêtu des formes un peu différentes. Les autorités financières n'eurent pas recours au long terme pendant toute la durée du conflit. Mais il convient de remarquer à ce sujet que le premier emprunt à long terme n'avait été lancé au cours de la guerre précédente qu'en 1915, alors que les hostilités se déroulaient depuis près d'une année. Il faut en effet laisser au pays le temps de s'habituer aux nouvelles conditions de vie. Les facteurs d'instabilité qu'engendrent au début du conflit l'appréciation des diverses valeurs et le souci de conservation des biens ne manquent pas de réagir défavorablement sur la tenue du marché financier.

Au contraire, le public marque sa préférence pour un placement court dans lequel il garde plus facilement le contrôle de son argent. En 1939, le marché monétaire offrait une masse importante de disponibilités en quête d'emploi, provenant en particulier des rapatriements réalisés au cours des mois précédents. Cette masse allait encore s'accroître du volume des signes monétaires mis en circulation par l'État pour ses premières dépenses de guerre et de celles qui provenaient de la liquidation des stocks industriels ou commerciaux toujours assez longs à se reconstituer.

Il était donc normal de faire appel à ces capitaux circulants

dont la résorption permettrait en outre de parer à une inflation trop rapide des moyens de paiement. Leur liquidité avait été sauvegardée par l'absence d'un moratoire généralisé. Ainsi la situation des banques ne fut aucunement menacée et elles purent apporter au Trésor un concours dont il n'avait pu bénéficier au cours de la guerre 1914-1918. La proportion des bons du Trésor dans le portefeuille-effets des principaux établissements de crédit dépassa 60 %. Le placement des bons ne dépendant plus exclusivement des souscriptions du grand public et des réactions d'une multitude de petits porteurs se trouva facilité.

L'organisation plus parfaite du marché monétaire qui offrait de larges possibilités de mobilisation permit également d'assurer leur meilleure diffusion.

Ces conditions plus favorables se marquent dans la comparaison des taux d'intérêt pratiqués. Le taux moyen du « un an » était de 5 % en 1914-1918. Ce taux élevé s'explique d'abord par les effets du moratoire et la nécessité dans laquelle on s'était trouvé de faire appel, à défaut des banques et des grandes entreprises, à une clientèle de gens habitués à faire un placement rentable. Ces petits épargnants offraient une partie de leurs revenus et aussi certains éléments constitutifs de leur capital ; il fallait, pour les attirer, leur offrir un taux avantageux. D'ailleurs, à cette époque d'économie libérale où la demande n'était canalisée par aucun système de contrôle, c'était là le seul moyen de la dériver, en utilisant cette vertu traditionnelle de l'épargne et d'éviter ainsi qu'elle augmente la pression exercée sur les prix (1).

Le taux moyen du « un an » en 1939-1940 avait pu être maintenu à 2,75 %. Le financement de la guerre fut ainsi rendu moins onéreux par l'utilisation exclusive du crédit à court terme à un taux modéré.

Malgré cet avantage, il semble que l'effort financier de la période 1939-1940 ait été proportionnellement plus considérable que celui de la période équivalente de 1914-1918 et que les dépenses effectuées représentent une plus forte proportion du revenu national (2).

(1) Voir aussi p. 86.

(2) Voir de LESTRADE, *op. cit.*, p. 58.

CHAPITRE II

LES CONCEPTIONS DIFFÉRENTES A L'ÉTRANGER

Le financement au début de la deuxième guerre mondiale se caractérise en particulier par le fait que l'impôt a pris une place beaucoup plus importante que dans le conflit précédent. C'est en effet le procédé qui comporte le moins de danger d'inflation et qui ne charge l'avenir d'aucune hypothèque.

Mais si l'effort fiscal accompli à l'étranger fut supérieur à celui réalisé en France durant la même période, aucun pays n'a pu cependant couvrir par l'impôt plus qu'une faible fraction des dépenses exceptionnelles de guerre. Partout l'accroissement du rendement a été obtenu par un aménagement de la fiscalité existante et non par l'institution de systèmes d'impôts spéciaux adaptés aux circonstances de guerre.

En Allemagne, les ressources normales couvrent dans les deux premières années des hostilités plus de 40 % des dépenses totales (1). Ce résultat est obtenu grâce à une importante majoration des impôts sur le revenu, à l'élargissement des bases d'imposition, au renforcement des droits perçus sur diverses denrées de consommation, et à la taxation sévère du chiffre d'affaires.

En Grande-Bretagne, où le souci de recourir à l'impôt est traditionnel en période de guerre, les ressources fiscales ne paraissent par couvrir plus de 36 % des dépenses totales. Le rendement a été augmenté par les majorations du taux de l'income-tax, dont le régime d'exonérations partielles et de déductions à la base a été considérablement restreint. L'impôt sur les bénéfices agricoles a été aménagé et étendu à 2 millions de nouveaux assujettis. Le taux des diverses contributions indirectes a été également relevé.

(1) Chiffre cité. *Onzième rapport de la B. R. I.*, p. 9.

La part de l'impôt aux dépenses totales atteint enfin 32 % en Italie.

Malgré cet effort fiscal plus considérable qu'en France, l'appel au crédit constitue dans tous les pays la forme essentielle du financement, mais il revêt des caractéristiques différentes. C'est ainsi que l'Italie utilise de préférence le crédit à moyen terme, le Japon presque exclusivement le long terme et que l'Allemagne institue certaines formes originales d'effets à court terme.

§ 1. — Utilisation du crédit à moyen terme : Italie.

Malgré un effort fiscal très vigoureux, l'Italie, pour soutenir la campagne d'Abyssinie, l'expédition d'Espagne, l'union avec l'Albanie et financer ses dépenses d'armement, dut faire appel, dès l'année 1935, à des ressources extraordinaires. Cette nécessité amena le Gouvernement à réaliser la grande réforme bancaire du 12 mars 1936 qui demeure la base de l'organisation actuelle. L'emprise de l'État sur l'ensemble du système de crédit allait être fortement accentuée.

C'est d'abord une modification de la structure des principaux établissements. La Banque d'Émission était nationalisée, les principales banques transformées en Instituts de droit public ou placées sous l'autorité directe d'un établissement public par l'intermédiaire duquel s'exerçait la volonté des gouvernants.

La création de deux organismes : l'I. M. I. (Institut Mobilier Italien) chargé d'accorder des prêts aux petites ou moyennes entreprises et l'I. R. I. (Institut pour la Reconstruction Industrielle) chargé de prendre des participations dans les grosses entreprises industrielles de la péninsule, a permis d'adapter le mécanisme du crédit aux tâches nouvelles.

En outre, les représentants de l'ensemble de la corporation des banquiers sont amenés à une collaboration plus complète avec les pouvoirs publics. Une surveillance d'ensemble est exercée par l'Inspection pour la protection de l'épargne et du crédit.

Ainsi l'État dispose des moyens d'imposer une politique d'ensemble. En fait, le rôle des banques va consister de plus en plus à

favoriser le placement des emprunts publics et à financer les commandes des entreprises travaillant pour la Défense Nationale.

Très rapidement, l'Italie renonça à faire appel au crédit à long terme. Aucun emprunt de ce genre ne fut émis depuis son entrée en guerre. Il semble, d'après les déclarations faites par le Ministre des Finances le 30 avril 1941, que les autorités responsables aient eu le souci d'éviter une consolidation des taux d'intérêts onéreux pratiqués sur le marché au début du conflit. Les emprunts à échéance rapprochée permettaient de ménager l'avenir et d'attendre une période favorable offrant des conditions meilleures.

Le Trésor italien pratique l'émission perpétuelle de bons dont l'échéance varie de 1 à 12 mois à un taux relativement onéreux :

1 et 2 mois.....	3,25 %
3 et 4 »	3,75 %
5 et 6 »	4,25 %
7 à 9 »	4,75 %
10 à 12 »	5 %

Malheureusement ils ne sont pas facilement mobilisables et, de ce fait, n'attirent pas beaucoup les capitaux liquides des entreprises industrielles ou commerciales. Le montant des bons en circulation n'est pas connu, car les chiffres ne sont pas publiés (1). Les ressources obtenues par cette voie semblent cependant assez faibles, de même que celles qui proviennent des avances de l'Institut d'Émission.

L'essentiel des recettes extraordinaires annuelles est constitué, dans la proportion des deux tiers, par l'émission des obligations à neuf ans, dont le placement s'effectue aussi bien dans la petite épargne que dans les grandes entreprises. Ces titres comportent certains privilèges fiscaux et sont assortis de lots. Malgré l'existence de loteries officielles, ce dernier avantage est fort apprécié du public. Ils sont émis à 97,5 % de leur valeur nominale, avec un taux d'intérêt de 5 %, ce qui, compte tenu de la valeur des lots, porte leur taux réel pour le Trésor à 5,87 %. Les émissions s'effectuent deux fois par an, au 15 avril et au 15 septembre. Les sous-

(1) Voir cependant page 203 les chiffres indiqués par la Presse allemande.

criptions sont reçues non seulement en argent frais, mais en bons du Trésor ou en coupons de titres d'État venant à échéance. Le rendement de chaque tranche est de 20 à 25 milliards de liras.

Jusqu'au mois de juin 1943, il n'avait pas été fait appel aux disponibilités susceptibles de s'investir pour une durée de plus de 12 mois et de moins de 9 ans. Un décret du mois de juin vient de créer un nouveau titre à moyen terme à 5 ans d'échéance. Ces bons émis à 97 % au taux de 5 % jouissent des mêmes privilèges que les obligations à 9 ans. Mais en outre, ils sont exempts de certains droits de mutation et peuvent être acceptés dans les deux dernières années de leur durée en paiement des impôts directs. Ils doivent en principe être lancés par tranches de 5 milliards de liras. Le placement des deux premières tranches a été pris en charge par un Syndicat sous l'égide de la Banque d'Italie.

Les Banques jouent évidemment un grand rôle en sollicitant l'épargne au profit du Trésor. Leur action n'est pas moindre lorsqu'elles financent les entreprises travaillant pour la défense nationale. Mais elles usent en général, à cet effet, de crédits à long terme.

Cependant, le Trésor italien a eu le souci d'échelonner ses paiements aux fournisseurs de commandes de guerre. Et il a cherché ici aussi pour mobiliser leurs créances à recourir au crédit à moyen terme. Il leur donne la possibilité de céder leurs titres sur le Trésor au Consortium pour le soutien des valeurs industrielles, qui est un département autonome de l'Institut mobilier italien, et d'obtenir en échange des billets à ordre escomptables.

Un décret du 13 janvier 1941 a développé ce procédé en autorisant les Ministères militaires à échelonner le paiement de leurs commandes sur des périodes maxima de dix ans, lorsque le montant dépasse 5 millions ou 20 millions suivant la nature du contrat. Ces annuités différées portent intérêt à un taux supérieur de 1/2 % au taux officiel. Elles peuvent être réescomptées au même taux auprès du Consortium après cession des titres de créance. Mais si les maisons acceptent de nourrir leurs effets, elles bénéficient d'un autre supplément de 1/2 %.

Les autorités italiennes paraissent donc avoir utilisé parmi les diverses formes de crédit, principalement celle du moyen terme,

plus spécialement adaptée à la structure de ce pays. Son économie à prépondérance agricole, l'absence d'une classe moyenne puissante et nombreuse, enfin l'inexistence d'un marché monétaire longuement habitué au brassage de capitaux mouvants, ne pouvaient guère permettre un développement complet des formes variées du crédit public à court terme.

§ 2. — Le crédit à long terme au Japon.

L'organisation du crédit au Japon se caractérise par l'emprise croissante de l'État. D'abord il contrôle la Banque du Japon et certains établissements semi-publics : soit spécialisés dans le financement des industries d'armement, soit, comme le bureau des dépôts près le Ministère des Finances, drainant par l'intermédiaire des bureaux de poste une grande partie de l'épargne des particuliers et même les fonds plus importants des entreprises. Mais son action s'étend aussi sur les Banques privées de dépôts. Elle a été récemment accentuée en août 1940 par des mesures réglementant l'emploi des fonds de ces institutions et renforçant la surveillance de leurs placements. Sous l'égide de la Banque du Japon, un Conseil National des Finances a été constitué avec les divers établissements de crédit du pays, afin qu'ils remplissent leur mission en « complète harmonie et étroite collaboration ».

Un second trait caractéristique de l'organisation du crédit réside dans l'usage limité des traites commerciales sur le marché et cette particularité que la part des dépôts à terme dans les Banques est extrêmement importante par rapport à l'ensemble de leurs dépôts (1).

Enfin, l'esprit d'épargne de la population japonaise, sa discipline, son sens national extrêmement élevé avec une foi très grande dans les destinées de la patrie, contribuent à renforcer la stabilité du marché et à garantir aux titres d'État la permanence d'un large débouché.

(1) André LABROUQUÈRE. *Capitalisme japonais*, Librairie générale de Droit, 1939.

Tout ceci explique que la dette flottante soit ici pratiquement insignifiante et que l'État ait eu essentiellement recours, pour financer ses dépenses extraordinaires, à des obligations du Trésor à long terme. Ces obligations sont émises, dans la limite d'un maximum fixé annuellement, au voisinage du pair à un taux d'intérêt constant de 3 1/2 % (le taux réel ressort au cours des années 1940 et 1941 à 3,65 %). Elles sont d'une durée de 11 à 17 ans. Leur placement revêt depuis 1932 une forme originale. Le Trésor remet directement ses obligations à la Banque du Japon qui, en contre-partie des titres reçus, lui délivre des billets. La Banque se charge de leur diffusion sur le marché. Une grande partie est évidemment absorbée par le bureau des dépôts et les banques semi-gouvernementales. En outre, des mesures ont été prises pour obliger les institutions d'assurances sur la vie à accroître leur portefeuille de fonds d'État. Enfin, les banques de dépôts, qui ont fait l'objet de mesures analogues en 1940, prennent également une quantité importante d'obligations qu'elles s'efforcent de replacer dans leur propre clientèle.

Les billets émis par la Banque reviennent donc ainsi dans ses caisses et l'inflation monétaire se trouve évitée. La Banque s'assure d'ailleurs le contrôle du marché non seulement en faisant varier le taux d'intérêt de ses prêts sur obligations publiques ou valeurs industrielles, mais aussi en intervenant hardiment par l'intermédiaire de l'« Open Market Policy ». Elle prête ainsi son concours aux établissements de crédit dans les périodes où les disponibilités monétaires se restreignent. En fait, les déficits budgétaires résultant depuis 1937 des dépenses militaires de l'« incident de Chine » ont été ainsi financés par des émissions régulières d'obligations du Trésor. En 1939, le classement des obligations sur le marché a été assez lent et en 1940 l'État a dû prendre des mesures pour limiter les émissions industrielles.

Sur le total de la dette obligataire intérieure qui s'élève à 27 milliards de yens, le public n'en détient directement qu'environ 4 milliards, l'épargne est en général placée par l'intermédiaire des banques et des institutions de crédit qui, avec la Banque du Japon, détiennent environ 85 % des obligations de l'État. Le montant de leurs dépôts n'a d'ailleurs cessé de croître :

JAPON : ÉTABLISSEMENTS FINANCIERS (1).

Exercice financier .	Augmentation annuelle des dépôts (en millions de yens)
1938-39	7.330
1939-40	10.200
1940-41	12.810
1941-42	16.020

L'ouverture des hostilités dans le Pacifique a provoqué évidemment une brusque augmentation des dépenses de guerre. Pendant les 9 mois qui ont précédé décembre 1941, les émissions d'obligations ont atteint plus de 7,5 milliards de yens (contre précédemment 5 à 6 milliards d'émissions dans l'année) et trois autres milliards ont été émis pendant les trois mois de janvier-mars 1942. Pour 1942-1943, le budget ordinaire se chiffre à 8.837 millions de yens, tandis que 18 milliards de nouveaux crédits de guerre ont été votés, portant à 26,8 milliards le total des dépenses prévues. L'émission de 16,3 milliards d'obligations d'État a été autorisée ; le total des émissions au cours de cet exercice financier atteindra vraisemblablement 20 milliards.

L'ampleur de ces émissions sera sans incidence notable sur la monnaie dans la mesure où les obligations du Trésor pourront être placées en dehors de la Banque du Japon. Le tableau suivant permet de suivre leur évolution au cours des dernières années. Il montre que le système de placement a très correctement fonctionné, la Banque ne conservant par devers elle qu'une faible fraction des titres pris en charge.

L'année la plus difficile pour elle a été 1940, mais, comme nous l'avons vu, des mesures ont été prises pour inciter les établissements de crédit à une coopération plus active : aussi en 1941 le montant des titres restés dans ses caisses ne représente plus que 15 % du total, contre 23 % en 1940.

(1) Données extraites du XII^e rapport de la B. R. I.

JAPON : DETTE INTÉRIEURE (1)

Chiffres de l'année en millions de yens	Total de la dette intérieure (1)	Accroissement annuel	Obligations souscrites par :	
			la Banque du Japon	d'autres souscripteurs
1937	9.070	860	560	300
1938	14.930	5.860	450	5.410
1939	20.250	5.320	580	4.710
1940	27.000	6.750	1.530	5.220
1941 (2)	36.260	9.260	1.390	7.870

(1) En fin d'année. — (2) Chiffres provisoires.

En 1941, le Gouvernement a d'ailleurs élaboré un plan de mobilisation financière de la Nation. La Banque du Japon a fait l'objet d'une réforme destinée à accroître l'emprise de l'État et à maintenir tout le système du crédit en accord avec la politique suivie par le pays. Son champ d'activité a été étendu et le plafond des émissions de billets a été relevé. En même temps, deux institutions qui sont affiliées à elle ont été créées en 1942 : la Banque pour le financement de la guerre — chargée de faciliter la mobilisation du potentiel économique du pays — et la Banque pour le développement des mers du Sud, afin d'assurer l'exploitation des territoires nouvellement occupés.

Le Plan du Gouvernement se propose d'utiliser toutes les ressources prévisibles d'après l'évaluation du revenu national et de proportionner les émissions d'emprunt à la capacité d'absorption du marché. Pour l'exercice financier 1942-1943, sur un revenu national évalué à 45 milliards de yens (contre 25 en 1939 et 32 en 1940), l'État se propose d'utiliser 24 milliards. Sur ce total, 8 seront prélevés sous forme d'impôts et 16 sous forme d'emprunts. Enfin, le reliquat sera consacré pour 6 milliards aux inves-

(1) Données extraites du XII^e rapport de la B. R. I.

tissements destinés à accroître la production et 15 milliards resteraient à l'usage de la consommation privée.

Cette politique très cohérente et d'une énergique simplicité repose sur l'organisation puissante du crédit, ainsi que sur la stabilité très grande de l'épargne individuelle ou collective. Elle offre l'énorme avantage d'éviter à l'État les soucis de l'immédiat ; peut-être est-elle un peu onéreuse (1), mais son succès dépend de l'intensité du travail et des sacrifices d'économie de la Nation.

§ 3. — Formes originales d'effets à court terme : Allemagne.

L'économie allemande, après la guerre 1914-1918, s'était trouvée placée dans une situation difficile. L'inflation de 1923, le déroulement des événements politiques tant extérieurs qu'intérieurs, enfin la grave crise bancaire de 1931, provoquée par le retrait des capitaux étrangers à court terme, avaient très fortement ébranlé le crédit. L'effritement de l'épargne, l'insécurité des placements se traduisaient dans les taux onéreux pratiqués sur le marché des capitaux. Aussi, lorsque les autorités du III^e Reich entreprirent d'assurer progressivement la renaissance de son économie, furent-elles amenées à rechercher les moyens de financement appropriés à cette grande œuvre dans l'utilisation rationnelle des disponibilités à court terme.

La reprise de l'activité économique allait être gagée sur la valeur de l'élément humain qui, par son rendement, devait obtenir la satisfaction de ses besoins essentiels. Le mécanisme de la « création de travail » devait permettre de réaliser par anticipation ce transfert de la valeur travail en produits consommables. Mais il fallait éviter de glisser à l'inflation dont les funestes effets étaient bien connus. Aussi le recours à l'émission de billets était évité et le financement obtenu par l'utilisation des moyens de paiement disponibles sur le marché monétaire. Ainsi la circulation ne devait

(1) La charge des intérêts de la Dette absorberait en 1941 le tiers des recettes fiscales totales, contre le sixième en Grande-Bretagne et le dixième en Allemagne.

pas subir une augmentation trop considérable et la stabilité de la monnaie se trouvait garantie.

Ce mécanisme avait pénétré la structure même de l'économie allemande et s'était incorporé à elle. Il eût été bien difficile de l'abandonner à l'instant même où un nouvel effort de production était envisagé, afin d'accroître la « Wehrmachung des deutschen Volkes » (la capacité de se défendre du peuple allemand). Le marché des capitaux à long terme dont la situation avait pu être améliorée ne devait être utilisé que pour compléter le jeu du financement par le crédit à court terme. Les procédés techniques, quoique perfectionnés, restèrent dans l'ensemble les mêmes. Le problème à résoudre pour financer le réarmement, c'est-à-dire pour obtenir essentiellement des biens non consommables, n'était d'ailleurs pas foncièrement différent de celui qui avait été réglé pour la « création de travail ».

Le souci d'éviter une multiplication trop grande des bons du Trésor, qui aurait pu réveiller de mauvais souvenirs, et de trouver un instrument de crédit aisément mobilisable sur le marché — les bons n'étaient pas alors réescomptables à la Reichsbank — explique la naissance de la traite de travail. Devenue plus tard traite spéciale (*Sonderwechsel*), elle est toujours restée la pièce essentielle de ce système de financement.

C'est un effet à trois mois d'échéance, mais renouvelable, tiré par les entrepreneurs sur les Instituts financiers publics spécialisés selon le genre de travaux qu'ils effectuent. Ces Instituts ont pour mission de gérer les crédits que l'État a prévus pour l'exécution du plan de production et de les répartir entre les collectivités publiques sous la forme d'un crédit à long terme. Ils sont donc en même temps débiteurs à court terme et créanciers à long terme.

Mais, en réalité, les traites endossées par la collectivité publique au profit de laquelle s'exécutait le travail étaient acceptées par l'Institut financier et pouvaient être escomptées dans une banque. Cette possibilité permettait à l'entrepreneur de recevoir immédiatement les espèces nécessaires pour payer sa main-d'œuvre, acheter les matières premières, amortir ses charges, etc... Du reste, le marasme des affaires privées laissait au marché monétaire d'abondantes disponibilités inemployées. La traite représentait un

emploi intéressant puisqu'elle était réescomptable à la Reichsbank et que son paiement final à l'échéance était garanti par l'État. La plus grande partie des traites émises était conservée dans le portefeuille des banques et ne venait pas à la Reichsbank, ce qui écartait le danger d'inflation.

Ainsi la mobilisation immédiate de ressources présentes permettait d'anticiper hardiment sur la création des ressources futures que l'on attendait de la réalisation du plan. Sa mise en œuvre progressive devait amener une augmentation des revenus et les disponibilités offertes sur le marché tendaient à s'accroître.

Mais la masse des traites en circulation s'était également développée. Bientôt leur échéance moyenne s'allongea et elles vinrent plus fréquemment au réescompte de la Reichsbank, gonflant ainsi le portefeuille de l'Institut d'Émission et provoquant en conséquence une augmentation de la circulation monétaire. Il parut alors opportun de profiter de la situation favorable du marché monétaire pour lui offrir un nouveau type d'effet à court terme qui permettrait précisément de résorber une partie de la masse importante des traites émises. Un billet à ordre, le *Solawechsel*, à échéance de trois mois, au taux d'intérêt de 2,15/16 %, fut émis par une filiale de la Reichsbank, la *Golddiskontbank*. Cet effet se rapprochait beaucoup du bon du Trésor, tel qu'il est conçu en France, et il devait constituer dès lors pour le marché un placement très liquide, sûr et en même temps suffisamment rémunérateur. Son succès permettrait de rembourser plus rapidement les traites et ainsi d'assainir la situation monétaire.

Cette dernière préoccupation conduisit à considérer que les dépenses publiques devraient être à l'avenir soldées par le produit des impôts ou d'emprunts à long terme et à exclure pendant une partie de l'année 1938 la Reichsbank du financement public. En fait, elle donna naissance à un nouvel effet à court terme, le *Liefer-schaetze* ou bon de livraison destiné à remplacer la traite spéciale qui ne fut plus émise à partir du mois d'avril 1938. Ces bons étaient émis par le Trésor et remis en paiement aux fournisseurs de l'État. Ils avaient une durée de six mois et étaient délivrés sous un escompte de 3 %. Les banques les acceptaient en général à 3 1/2 %, mais ils n'étaient pas réescomptables à la Reichsbank.

qui ne les admettait qu'aux avances sur titres à un taux nécessairement plus onéreux.

Ce nouvel effet d'une durée trop longue et qui n'était pas réescomptable ne présentait pas pour les banques une liquidité suffisante. Il immobilisait une partie de leurs disponibilités. Elles devaient alors intensifier leurs opérations sur le marché monétaire par la mobilisation des bons du Trésor de type normal ou de traites spéciales encore en circulation. Et même parfois liquider sur le marché financier des actions ou des obligations.

Cet essai d'équilibre entre les dépenses publiques et les ressources considérées comme normales (impôts et emprunts à long terme) fut rapidement abandonné. Le retour à la politique de financement à court terme amena la résurrection d'un nouveau type d'effet utilisé déjà en 1932, les bons d'impôt ou *Steuergutscheine* qui devaient se substituer aux bons de livraison. Ces bons fiscaux étaient émis sous deux formes : *Steuergutscheine I* et *II*.

Les premiers sont acceptés, après un délai de six mois, en paiement de tous les impôts directs ou indirects. Ils peuvent être achetés par les particuliers et bien que ne comportant pas d'intérêt, constituent un mode de placement très avantageux. Ils confèrent en effet au porteur — lorsqu'il possède des biens en cours d'amortissement — le privilège d'accroître la part du bénéfice brut exempt d'impôt à titre d'amortissement des capitaux investis. Cette part peut être augmentée de 20 à 35 % du montant des *Steuergutscheine I* qu'il possède selon la durée pendant laquelle il les a conservés. Évidemment l'exemption n'est pas définitive, car on ne peut inscrire plusieurs fois à un compte d'amortissement la même portion de capital, mais le contribuable réalise un gain d'intérêt par la remise aux années futures d'un impôt qui était immédiatement dû. Le taux réel du titre sera donc d'autant plus élevé que la durée de l'amortissement pour lequel il a été utilisé sera plus longue.

Les *Steuergutscheine II* sont acceptés en paiement de tous les impôts après trois ans avec un agio de 12 %, ce qui leur donne un intérêt moyen de 4 % l'an. Ce taux, inférieur à celui des emprunts publics, avait donné lieu à des protestations de la part des industriels. Ils sont négociables en bourse alors que les pre-

miers peuvent seulement donner lieu à des transactions entre particuliers.

D'ailleurs, les deux types de bons fiscaux présentent un caractère commun très important : ils sont considérés comme moyens légaux et obligatoires de paiement dans certaines transactions. L'État et toutes les collectivités ou institutions publiques doivent payer 40 % du montant de toutes leurs commandes et fournitures en *Steuer Gutscheine* I et II. Les fournisseurs sont évidemment tenus de les accepter comme un paiement en espèces. De plus, dans la même proportion de 40 %, ils doivent être obligatoirement utilisés par les industriels dans leurs relations. Cette obligation ne vise ni l'agriculture, ni l'économie de consommation.

C'est en somme la création d'une monnaie de production dont l'incidence sur le secteur consommation va être extrêmement limitée et qui de ce fait ne présentera pas un caractère inflationniste. Dans la mesure où l'on considère que l'inflation est la rupture de l'équilibre entre les biens de consommation offerts et le pouvoir d'achat utilisable à cette fin (1).

Pour l'État, les bons fiscaux présentent l'avantage de réaliser une mobilisation rapide de ressources abondantes et de différer une partie de ses propres paiements. Cependant, leur rendement ne peut suivre une progression indéfinie. Il est forcément limité à la part du revenu national frappé par l'impôt au cours de la période durant laquelle l'anticipation des ressources fiscales va jouer. Dès que le montant des émissions s'approche de ce plafond, l'État ne peut plus compter que sur un renouvellement régulier des titres, mais il ne bénéficie plus de ressources nouvelles.

Ces divers bons à court terme sont intéressants par leurs modalités et par la manière dont ils ont été utilisés, cependant il faut reconnaître que dans un programme de financement, la nature de l'instrument de crédit adopté ne saurait avoir qu'une importance relative. Le succès dépendra sans doute des réactions psychologiques du public et c'est pour cela qu'il sera toujours utile de l'intéresser par des formules nouvelles. Mais il dépendra surtout

(1) Voir III^e partie.

de l'habileté avec laquelle les autorités financières sauront utiliser le crédit sans ruiner la monnaie.

*

* *

Malgré la suspension des hostilités en France depuis juin 1940, la guerre actuelle n'en a pas moins continué à avoir une incidence directe sur l'économie nationale. Les autres pays belligérants n'ont pas cessé de perfectionner au cours du conflit leur méthode de financement et un peu partout se constituent des économies de guerre, économies fermées dont l'équilibre nécessite la réunion de certaines conditions et surtout l'intervention permanente de facteurs d'assainissement.

TROISIÈME PARTIE

LE BON DU TRÉSOR INSTRUMENT D'UN ÉQUILIBRE ÉCONOMIQUE

La stabilité de l'économie d'un pays repose sur le rapport des actes de production aux faits de consommation liés entre eux par des phénomènes multiples d'échange. Ces échanges ne se réalisent généralement que par l'intermédiaire d'une monnaie — en billets ou crédits de banque — qui permet en outre d'apprécier la valeur relative des biens ou services faisant l'objet de transactions. La formule classique d'Irving Fisher établit une relation entre les divers facteurs qui interviennent dans les échanges. Elle pose en principe que la quantité de billets en circulation M , multipliée par la vitesse de leur rotation V , plus la masse des crédits en banque M' , multipliée par la vitesse V' de leur circulation sont égales à la quantité totale des biens et services vendus dans l'année Q , multipliée par le niveau moyen des prix P . Soit l'égalité suivante présentée sous une forme mathématique :

$$MV + M'V' = PQ.$$

La formule traduit un fait indiscutable, mais les controverses surgissent dès qu'il s'agit de l'interpréter, afin de déterminer les éléments qui agissent sur le niveau des prix et règlent la valeur de la monnaie.

La théorie quantitative de la monnaie faisant application de la loi de l'offre et de la demande prétend que la valeur de l'instrument des échanges dépend des variations de sa quantité sur le marché à un moment donné. Si la quantité offerte s'augmente, la valeur

baisse ; au contraire, si l'offre diminue, la valeur monte. Ainsi la valeur de la monnaie serait en raison inverse de sa quantité. Mais une diminution de la valeur de la monnaie signifie hausse des prix et l'augmentation de la valeur de la monnaie baisse des prix. Il en résulte que l'on peut également dire que les prix varient en raison directe de la quantité de monnaie existante.

En réalité, cette forme simple de la théorie doit être complétée, car de nombreux éléments quantitatifs et même qualitatifs agissent sur le niveau des prix, conditionnant la valeur de la monnaie. Tout d'abord, pour être exacte, elle doit postuler que la quantité des biens et services vendus dans l'année Q reste constante. Si le rythme de la production des marchandises vient à s'accroître, augmentant la masse des biens et services disponibles sur le marché, les prix baisseront. Par contre, si cette masse de biens s'amenuise au regard d'une même masse monétaire demeurée constante, un renchérissement des prix ne manquera pas de se produire.

D'ailleurs, comme l'indique la formule d'Irving Fisher, non seulement les divers facteurs doivent rester toujours dans un rapport d'égalité, si l'un se modifie, un ou plusieurs autres doivent également varier, mais aussi la quantité de monnaie n'est pas un élément simple. Elle comprend d'abord le volume des billets en circulation M . Ensuite le montant des dépôts en banque ou des crédits en circulation M' . Enfin la vitesse de circulation de chacun de ces deux éléments V et V' . Car un accroissement des dépôts et des billets ou de leur vitesse de rotation respective, c'est en réalité un accroissement des moyens de paiement, donc l'équivalent d'une augmentation de la monnaie. De même lorsque leurs vitesses de rotation se ralentissent, c'est comme si la quantité des dépôts et de la monnaie se trouvait réduite.

En résumé, le niveau général des prix dépend donc de cinq facteurs :

- 1° La quantité de billets en circulation,
- 2° La quantité de dépôts en banque ou le montant des crédits en circulation,
- 3° La vitesse de circulation de la monnaie,
- 4° La vitesse de circulation des dépôts,
- 5° La quantité de biens et de services vendus dans l'année.

Le niveau des prix varie dans le même sens que les quatre premiers facteurs et en sens inverse du cinquième. Il semblerait donc que pour éviter les conséquences sur les prix, et partant sur la valeur de la monnaie, d'une augmentation massive de sa quantité, il suffise : soit que la quantité de biens et services vendus dans l'année s'accroisse par suite d'un développement de la production, soit que la circulation de la monnaie sous ses différentes formes se ralentisse.

D'après la théorie quantitative dans sa forme dernière, tous les facteurs monétaires contribuent à exercer leur action sur les prix dont ils commandent les variations. Mais il est nécessaire d'admettre également que les prix donnent aussi par réaction une impulsion aux facteurs monétaires MV et $M'V'$. La valeur de la monnaie n'est donc plus nécessairement toujours en raison inverse de sa quantité ; elle peut dépendre également des facteurs qui agissent sur P . Les éléments qualitatifs provenant des réactions psychologiques des détenteurs de monnaie jouent donc leur rôle dans la détermination de sa valeur (1).

Certains d'entre eux sont absolument indépendants de l'utilité que peut présenter l'achat de marchandises données, échappant ainsi à la rigueur de la loi de l'offre et de la demande. Ce sont par exemple : le penchant aux libéralités ou au contraire à l'épargne et à la thésaurisation. Il est certain que si le goût des libéralités vient à se développer, la vitesse de rotation des signes monétaires va s'accroître ; au contraire le goût de l'épargne et de la thésaurisation bloque une masse de disponibilités et ralentit la vitesse de circulation de la monnaie.

Mais ce sont surtout la fidélité aux appréciations anciennes de l'unité monétaire et la prévision de sa valeur future qui jouent un grand rôle. Il s'agit là d'impondérables susceptibles pourtant d'entraîner des mouvements d'une ampleur considérable.

Une longue accoutumance au rapport de l'unité monétaire avec certaines marchandises est parfois longue à disparaître. Elle est un facteur de résistance à la hausse des prix, car au delà d'un certain chiffre cette hausse aboutit à écarter du marché les deman-

(1) AFTALION. *Monnaie, Prix et Change*. Sirey, 1940, pp. 149 et suiv.

deurs de certaines marchandises. Ils préféreront renoncer à les acquérir, estimant davantage la valeur de la monnaie, et attendront une occasion plus favorable pour reprendre leurs achats.

S'ils agissent ainsi c'est d'ailleurs le plus souvent parce qu'ils escomptent un retour au niveau habituel des prix. La prévision paraît bien être en fait la cause dominante de leurs réactions. En période calme, ces prévisions sont courantes surtout sur le marché des matières premières et pour la détermination des prix de gros. Les prix sont fixés à l'avance, avant paiement et même livraison, en fonction des stocks existants, de l'évolution probable des productions et de la demande éventuelle des consommateurs. Mais surtout en temps de crise, où la valeur de la monnaie semble incertaine, les appréciations individuelles anticipent sa baisse ou sa hausse. Basées sur les satisfactions que chacun pense obtenir des unités monétaires dont il dispose, ces estimations contribuent parfois à amorcer ces mouvements dont elles accentuent toujours l'ampleur.

Le rapport de la quantité de monnaie à la masse des biens et services vendus dans l'année n'est donc pas l'unique élément de détermination de la valeur de la monnaie ; cette valeur dépend aussi de l'appréciation psychologique de son pouvoir d'achat.

CHAPITRE PREMIER

LE CIRCUIT EN PÉRIODE DE GUERRE

La stabilité de l'économie dont l'évolution est constamment orientée par les fluctuations du niveau des prix va se trouver rompue du fait de la guerre. L'instrument des échanges sera également détaché de la base fixe qui limite ses variations de valeur et déclaré inconvertible. L'économie de guerre présentera ainsi des caractères particuliers qui obligeront l'État à la protéger par l'institution de systèmes de contrôle rigoureux et à la diriger de la manière la plus utile à l'intérêt général.

§ 1. — Caractères de l'Économie de guerre.

La guerre provoque une rupture des relations internationales et oblige chaque pays à compter principalement sur ses propres ressources. Elle impose aux belligérants des œuvres de destruction. A l'anéantissement des richesses, résultant des pertes qu'ils subissent, vient s'ajouter l'usure constante du capital que l'intensité de l'effort ne permet pas de renouveler normalement. Cet effort qu'ils accomplissent tend principalement à la création de biens improductifs : matériels et outillages, rapidement consommés. Leur mise en œuvre exige la mobilisation d'une main-d'œuvre importante dont l'activité n'est faite que de services rendus. La part des services s'accroît ainsi au détriment de celle des actes de création. En fait, tout cet ensemble de prestations est absolument stérile au point de vue économique. Le secteur des biens consommables se trouve alors considérablement réduit à mesure que les stocks s'amenuisent. La production dans son ensemble est brusquement en état de déficience par rapport à la consommation courante.

Mais, d'ailleurs, l'État est devenu le principal client de l'économie productive. Il demande aux individus de fournir un travail

plus intense pour satisfaire aux besoins collectifs. Car la plupart des biens ainsi produits seront réservés à la communauté et en quelque sorte confisqués à son profit. Les individus devront se contenter, en échange de leur travail, de satisfactions moindres que celles qui leur étaient habituellement procurées en période normale par un effort moins intense. L'État disposera de la plus grande partie des marchandises, soit pour la conduite de la guerre, soit pour échanger des produits nationaux contre des marchandises étrangères indispensables, soit enfin pour satisfaire à l'ensemble des autres obligations qui s'imposent à lui. La marge entre les biens effectivement produits et ceux qui sont laissés à la consommation courante est ainsi absorbée par les besoins de guerre. La guerre réalise encore ici une importante consommation de richesses.

Ces biens, dont l'État s'est porté acquéreur, il est obligé de les payer. Il faut en effet que tous ceux qui ont contribué à les lui procurer reçoivent un gain en espèces, proportionné à leur peine et à leur mérite, sinon l'absence de ce stimulant ne manquerait pas de provoquer une dangereuse atonie.

Mais les seules ressources fiscales ne pourraient lui donner les moyens de règlement nécessaires. La notion classique de l'équilibre budgétaire est provisoirement abandonnée. On pense que l'équilibre doit être considéré comme satisfaisant lorsque l'État couvre ses dépenses à l'aide des ressources normales et des ressources régulières d'emprunt ; enfin même qu'il ne saurait être dangereusement dépassé que si l'impôt ne permettait plus de faire face aux dépenses civiles normales, ainsi qu'aux charges d'intérêt et d'amortissement de la dette.

L'État est donc obligé de recourir au crédit. Il se trouve d'ailleurs presque le seul emprunteur, car le ralentissement de l'activité économique ne permet pas aux initiatives fécondes de s'exercer, alors que tous les détenteurs de capitaux n'ont plus la possibilité de leur donner un emploi correspondant à leur destination naturelle. Il opérera donc à son profit le transfert de ce pouvoir d'achat provisoirement inutilisé. Mais comme cela n'est pas suffisant pour régler l'immensité de ses dépenses, il devra user du crédit de l'Institut d'Émission et des banques privées. Par là se

trouvera créé un pouvoir d'achat nouveau ou multiplié un pouvoir d'achat existant anciennement. Ce développement est dans une large mesure artificiel puisqu'il n'a comme base qu'une petite quantité de choses réelles et pour le reste une créance sur l'État.

Ainsi la masse des signes monétaires mis en circulation tend à se développer, l'importance des dépôts bancaires s'accroît et, si une crise de confiance venait à se manifester, leurs vitesses de rotation respectives se développeraient, conséquence naturelle en période d'inflation du phénomène bien connu de fuite devant la monnaie. Au jeu concerté de ces trois éléments, il faut ajouter cette réalité permanente du temps de guerre : la diminution de la masse des biens vendus sur le marché.

La conséquence logique de ces divers facteurs, s'ils pouvaient exercer librement leur influence, serait d'enfler le niveau des prix dans des proportions telles que tous les éléments actifs se trouveraient emportés dans un tourbillon insensé, balayant la substance même de l'économie. L'organisation du circuit économique va permettre d'éviter cette dangereuse conséquence.

§ 2. — Le circuit économique.

Le circuit économique a pour objet d'enfermer l'ensemble de l'économie dans un cadre rigide, afin d'éviter toute perte ou tout gaspillage de substance ; en même temps, par le jeu du circuit monétaire, l'État s'emploiera à enrayer le développement de l'inflation qu'il aura largement contribué à alimenter.

Le circuit économique est, en premier lieu, fermé aux relations extérieures. Cela tient d'abord aux causes inhérentes à l'état de guerre, le blocus et la rupture de la solidarité internationale réalisent un isolement de chaque pays, lui imposant l'autarcie. La situation des pays qui peuvent couvrir leurs besoins alimentaires grâce à une production agricole abondante et variée, dont le sol contient les matières premières essentielles à l'industrie, sera évidemment plus forte que celle des pays obligatoirement tributaires de l'étranger. Les uns et les autres institueront un contrôle des exportations et des importations, afin d'éviter des échanges qui ne

seraient pas compensés par des prestations utiles à leurs économies respectives. Ce régime du troc international se trouve facilité par le jeu des clearings, tandis que le contrôle des devises empêche également des sorties de capitaux et le gaspillage des réserves de change.

Chaque pays doit en outre réaliser un aménagement interne de ses propres ressources, afin d'obtenir le rendement maximum de toutes les forces de la Nation. Pour cela, l'État doit organiser la production, afin de pouvoir la diriger. Il règle le fonctionnement des entreprises en concentrant l'effort productif dans celles qui ont le meilleur rendement. Il établit une priorité des besoins et procède à la répartition des matières premières. Il opère par la voie de la contrainte les transferts de ressources en hommes et matériels qui lui paraissent propres à réaliser le but qu'il s'est proposé. Il réglemente et limite l'usage des divers moyens de transport. Il encourage enfin l'industrie des produits de substitution dont l'utilité toute relative pourra ne correspondre à l'avenir à aucune nécessité économique. Dans l'ensemble, les circonstances de guerre l'obligent, évidemment à donner la prépondérance au secteur de production des biens non consommables. L'accroissement de l'effort productif développe pourtant entre les mains de ceux qui y participent un important pouvoir d'achat qui semblerait permettre la satisfaction de leurs besoins.

Mais la troisième caractéristique du circuit économique résulte du fait que la consommation n'a pu être laissée libre et qu'elle a dû, au contraire, subir une sévère réglementation.

Pour satisfaire la consommation, l'État maintient dans le secteur de production des biens consommables un potentiel industriel minimum, indispensable pour sauvegarder la vie même de la Nation. Il assure la distribution des biens de consommation courante par un système de ravitaillement et impose des sujétions à la production agricole qu'il contrôle sévèrement.

Mais la demande est également strictement réglementée, elle ne peut s'exercer que dans une mesure limitée par le rationnement pour les produits courants. En outre, ces produits et un certain nombre d'autres font l'objet de mesures de taxation et d'un contrôle de leurs prix de vente.

Ces mesures entraînent cette conséquence que l'ensemble du pouvoir d'achat disponible ne trouve pas effectivement à s'exercer sur le marché à un moment donné, selon les désirs de ceux qui le détiennent. Ce pouvoir d'achat résulte de la masse des signes monétaires en circulation et de l'appréciation psychologique des satisfactions que chaque détenteur espère obtenir des unités qu'il possède. Un dédoublement de ce pouvoir d'achat va s'opérer en régime de circuit économique de guerre. Une première partie sera réellement efficace grâce au rationnement, ou valorisée en quelque sorte par le contrôle des prix. C'est celle qui permettra de prélever une fraction des marchandises et services utiles produits au cours d'une période donnée, de se partager en somme le revenu national réel. Ce pouvoir d'achat qui trouve un emploi naturel est le pouvoir d'achat utile, auquel s'oppose le pouvoir d'achat excédentaire ou virtuel. Ce dernier, du fait de la pénurie de marchandises, se trouve déplacé, momentanément écarté de son emploi naturel. Sa valeur peut être la même que celle du pouvoir d'achat utile, si son détenteur résiste à certaines tentations et se soumet à la règle des communes privations. Mais il l'avilit dès qu'il l'engage dans les transactions de marchés clandestins. Le pouvoir d'achat virtuel ne recouvre alors son efficacité immédiate qu'avec une valeur considérablement réduite. La valeur d'un pouvoir d'achat est toujours liée en effet à la notion économique de son emploi. Il ne vaut réellement que par son utilisation effective dans le présent ou par l'espérance de son usage dans l'avenir.

Ainsi la masse des besoins insatisfaits sur le plan matériel, aussi bien que sur le plan strictement humain, reste très grande. Elle représente une menace permanente de déséquilibre.

Au point de vue social, il importe d'assurer à chacun un minimum vital en dessous duquel il n'est pas possible de descendre sous peine de compromettre la santé des habitants et l'avenir de la race. Le rationnement, qui permet une répartition équitable des denrées de première nécessité selon les besoins, se trouve à cet effet complété par l'institution de systèmes d'assistance nationale qui ont pour mission de distribuer des secours.

Au point de vue économique, l'accroissement considérable du pouvoir d'achat global est hors de proportion avec la masse des

biens et services utiles, achetables sur le marché, ce qui risque d'exercer une fâcheuse influence sur le niveau des prix.

Mais l'État, par un système de taxation rigoureux, bloque les prix et dans une certaine mesure empêche cette réaction de fièvre. Le blocage des salaires publics et privés contribue fortement au maintien de cette stabilité ; il a pour but en outre d'éviter, de la part du plus grand nombre d'individus, un développement de la demande, dans le domaine des denrées alimentaires et des autres produits de consommation courante. L'État agit également sur certains facteurs qualitatifs d'appréciation de la valeur de la monnaie. La fidélité aux appréciations anciennes de l'unité monétaire est fortifiée, dans l'esprit de ses détenteurs, par la constante stabilité des prix de base de marchandises courantes. A cet effet, l'État verse des indemnités compensatrices, afin que le prix du pain, par exemple, demeure inchangé. Enfin la propagande saisit toutes les occasions de faire appel aux forces morales de la Nation et entretient ainsi un climat de confiance, favorable à la bonne appréciation de la valeur future de l'unité monétaire.

Mais l'action essentielle de l'État consiste à résoudre ce problème économique de l'emploi des disponibilités excédentaires. L'organisation du circuit monétaire lui permettra d'assurer un dosage du pouvoir d'achat en circulation afin d'éliminer la pression constante qu'il risque d'exercer sur le niveau des prix.

§ 3. — Le circuit monétaire.

Si l'on suppose un circuit économique sans fissures, à l'intérieur duquel les prix seraient irrésistiblement bloqués et les détenteurs de disponibilités obligés de se contenter d'un petit nombre d'emplois limités, en reversant régulièrement dans les caisses publiques tout leur excédent, le flot de signes monétaires que l'État met en circulation par le recours aux avances de l'Institut d'Émission pourrait dépasser toute mesure sans grave inconvénient.

Or, si les particuliers doivent faire effort pour rechercher une utilisation rationnelle de leurs disponibilités, l'État est à peu près le seul pour lequel ce problème de l'emploi ne se pose pas. La nécessité d'assurer dans une économie de guerre le financement de lourdes dépenses l'oblige à trouver par tous les moyens des res-

sources considérables. Le procédé de financement le plus dangereux, auquel il ne peut éviter d'avoir recours, consiste pour lui à recevoir des avances de l'Institut d'Émission. Par là, il augmente le volume des billets en circulation et accroît la liquidité de l'ensemble du système bancaire. Les dépenses qu'il règle avec le produit de telles ressources développent la masse des revenus à la disposition des particuliers. Il en résulte donc une véritable création de pouvoir d'achat.

Mais si l'État arrive à récupérer dans le public les disponibilités ainsi créées, il pourra éviter une trop grande multiplication des signes monétaires, en utilisant à nouveau les mêmes espèces pour solder ses dépenses. Ainsi un contingent réduit de monnaie lui permettra d'effectuer couramment un grand nombre de paiements. Il en résultera simplement un gonflement de sa dette, ce qui est en somme un moindre mal. L'augmentation de la masse de billets et de crédits de banque en circulation se trouvera limitée.

L'État a donc tout intérêt à ce que l'épargne reste abondante afin de l'utiliser à son profit. Aussi il tendra à maintenir le pouvoir d'achat existant à un moment donné en situation excédentaire. Pour cela il supprimera ou restreindra les possibilités d'emploi autres que celles qu'il offre. L'organisation du circuit économique limite par le rationnement les emplois de consommation et par le contrôle des relations commerciales ou des devises, les sorties de capitaux. Du point de vue plus spécialement monétaire, l'État contribuera à « faire le vide » en contrôlant les placements privés. Il interdira les constructions de maisons d'habitation, qui représentent un investissement traditionnel de l'épargne, ou soumettra à des formalités les achats de propriétés immobilières. Enfin, grâce au contrôle du marché financier, il surveillera les placements en bourse, qui seront soustraits aux manœuvres spéculatives.

Ainsi les disponibilités excédentaires ne pouvant s'employer en biens de consommation — du fait de leur rareté, du rationnement et du contrôle des prix — en opérations avec l'étranger, en placements mobiliers ou immobiliers seront naturellement amenés à profiter des conditions d'emploi offertes par l'État.

Du reste, il leur laisse la possibilité de s'investir en dépôts dans les Banques privées. Il les oriente même dans cette voie par les

dispositions qui interdisent le paiement en espèces de transactions dépassant un certain chiffre, par le perfectionnement technique du système des virements et la législation favorable à l'utilisation du chèque. Car ces institutions ont leur clientèle et du fait de leur caractère privé le public les envisage d'un esprit différent. L'État y gagne de pouvoir drainer plus commodément des disponibilités éparses qui sont ainsi concentrées et que les Banques lui prêtent afin qu'il puisse leur donner un emploi utile.

D'ailleurs, pour mettre ces fonds excédentaires à sa disposition, l'État n'est pas simplement guidé par les nécessités du financement, c'est-à-dire par le souci d'en obtenir la plus grande quantité possible. Sa politique prend un aspect nouveau. Il se préoccupe non seulement de la forme sous laquelle ces disponibilités lui sont confiées, mais aussi de l'origine des ressources et de l'incidence de ce retrait de la circulation monétaire. La technique allemande a ouvert sur ces divers points des horizons nouveaux. D'abord en montrant l'équilibre permanent qui doit être réalisé entre la création et la résorption de monnaie. Ensuite en prouvant comment les privations qu'implique la réalisation d'un grand effort collectif limitant la consommation, pouvaient aider l'État, être utilisées par lui.

L'État a pu ainsi obtenir de l'impôt des rendements élevés sur d'autres bases qu'un accroissement de la consommation et mettre au point d'autres modalités de prélèvement. L'impôt est évidemment le moyen le plus efficace de résorber le pouvoir d'achat excédentaire. Sa qualité essentielle est d'être définitif et de libérer l'État de toute sujétion dans l'utilisation des ressources ainsi obtenues. Mais il doit être aménagé, afin de s'adapter aux conditions selon lesquelles l'accroissement des revenus distribués se répartit dans la population. Le gonflement important des profits procurera de nouvelles recettes par la taxation des bénéfices et du revenu. Si l'augmentation est surtout sensible sur les salaires, la fiscalité devra s'étendre à la masse des travailleurs.

Mais la fiscalité est nécessairement insuffisante, l'importance de son prélèvement ne peut dépasser certaines limites et elle doit être complétée par l'appel à l'épargne. Du reste, la technique moderne bouscule un peu les notions fermement admises jus-

que-là. L'impôt ne réalise parfois qu'une privation temporaire de ressources, qui seront partiellement remboursées, lorsque certaines conditions seront remplies. L'emprunt est souvent encouragé par des modalités spéciales d'exonération fiscale, de sorte que certaines formes d'emprunt valent impôt. Enfin, l'emprunt revêt aussi quelquefois un aspect d'obligation et de contrainte. En toute hypothèse, l'État réalise un prélèvement, selon une gamme infinie de nuances. Les Gouvernements adaptent leurs méthodes au tempérament des administrés et aux tendances des diverses catégories d'épargnants.

La contrainte se manifeste dans la pratique de certains États qui obligent leurs ressortissants à acquérir des titres publics, soit de façon générale, soit lorsqu'ils remplissent des conditions déterminées (1). L'institution de systèmes d'épargne forcée permet de réaliser en toute sûreté une résorption systématique des pouvoirs d'achat excédentaires. Mais son succès dépend de la mesure suivant laquelle le citoyen accepte une diminution de ses revenus sans que l'effort de productivité s'en ressente.

Plus souple, l'épargne dirigée combine une certaine obligation avec l'attrait d'avantages variés. Le plus original est celui qui comporte un droit de priorité pour l'acquisition après la guerre de certains biens ou d'instruments de production. Les disponibilités résorbées voient ainsi leur pouvoir d'achat conservé, son utilisation étant reportée à une période ultérieure.

L'épargne volontaire enfin est très généralement utilisée, bien que l'on considère parfois qu'elle n'est pas susceptible d'atteindre un rendement suffisant. L'offre sous des formes variées d'un intérêt en argent, représente évidemment dans les périodes de crise un médiocre attrait qui ne permet pas d'obtenir toujours des détenteurs de disponibilités qu'ils renoncent à leur liquidité immédiate.

Ainsi, non seulement la puissance de prélèvement des divers systèmes d'emprunt peut être très variable, mais encore, sous quel-

(1) Depuis plusieurs années, l'U. R. S. S. paye un tiers du salaire des ouvriers en valeurs d'État, qui ne sont pas négociables, mais permettent d'obtenir au bout d'un certain délai des avances sur titres à des taux d'ailleurs fort onéreux.

que forme qu'ils se présentent, ils réalisent une résorption du pouvoir d'achat plus ou moins considérable suivant la durée du prêt consenti à l'État et l'origine des ressources qui lui sont offertes.

En principe, seuls les emprunts à long ou moyen terme opèrent une fixation du pouvoir d'achat qui permette de reporter sur une période économique plus favorable l'utilisation des disponibilités présentes. La résorption à court terme est momentanée, elle n'est efficace que dans la mesure où l'engagement souscrit est périodiquement renouvelé.

De plus, l'utilisation de l'épargne courante prélevée soit directement auprès des particuliers, soit auprès d'institutions collectives comme les Compagnies d'assurances ou les Caisses d'épargne, opère véritablement le transfert à l'État d'un pouvoir d'achat. Ceci explique les mesures prises dans certains pays pour favoriser la petite épargne, en lui offrant des titres spéciaux assortis d'avantages particuliers.

La limitation des dividendes encourage la constitution des réserves dans les entreprises et la diminution progressive de leurs stocks accroît le volume de leurs fonds de roulement. Mais leurs placements s'opèrent essentiellement sur le marché monétaire, il ne peut en résulter qu'une neutralisation provisoire de leur pouvoir d'achat.

Enfin les fonds offerts par les Banques sont toujours la contrepartie de dépôts libres, il ne peut donc y avoir ici aucune fixation de pouvoir d'achat, il peut même dans une certaine mesure se trouver développé.

En réalité, la stabilité des placements de ces deux dernières catégories de prêteurs est essentiellement dominée par l'absence d'emploi normal pour les disponibilités qu'ils détiennent. Elle dépend surtout des circonstances et la liquidité du système bancaire notamment devra être fonction de l'importance du secteur demeuré libre dans l'économie du pays.

Il est cependant certain que malgré leur caractère imparfait, les placements publics à court terme contribuent à discipliner les disponibilités monétaires et ralentissent considérablement leur vitesse de circulation. Ils apportent par là également une aide efficace au maintien du niveau des prix. Ce même avantage résulte

de la thésaurisation lorsqu'elle garde un caractère permanent. Ce phénomène de la conservation par le public d'espèces monétaires supérieures à ses besoins, et par conséquent au volume des transactions, est bien connu. Souvent il correspond à des habitudes constantes, c'est le classique bas de laine du paysan. Ici la vitesse de circulation est nulle, le pouvoir d'achat ne joue aucun rôle, la confiance dans la valeur future de la monnaie est restée intacte.

Mais la thésaurisation présente un double inconvénient. D'abord elle soustrait au mouvement de rotation du circuit monétaire des sommes très importantes que l'État ne peut utiliser à son profit. Ensuite elle représente toujours une masse considérable de monnaie libre et inemployée. La partie de ces disponibilités inertes, qui ne correspond pas à des habitudes constantes de conservation, mais provient d'un repli temporaire motivé par les circonstances de crise, risque ainsi de venir à un moment donné peser brutalement sur les prix et rompre un équilibre péniblement acquis.

La description schématique des divers éléments qui entrent en jeu dans l'économie d'un pays comme la France nous permettra d'apprécier les imperfections du fonctionnement pratique du circuit.

CHAPITRE II

L'ORGANISATION DU CIRCUIT EN FRANCE

La caractéristique essentielle du système français, c'est que les détenteurs de capitaux ont gardé la libre initiative de disposer de leur argent, la gamme des possibilités d'emploi se trouvant seulement limitée. L'efficacité a été recherchée davantage dans le perfectionnement technique du mécanisme du crédit, dont il convenait de ménager toute la force d'expansion, que dans l'utilisation de formules nouvelles instituées *a priori*.

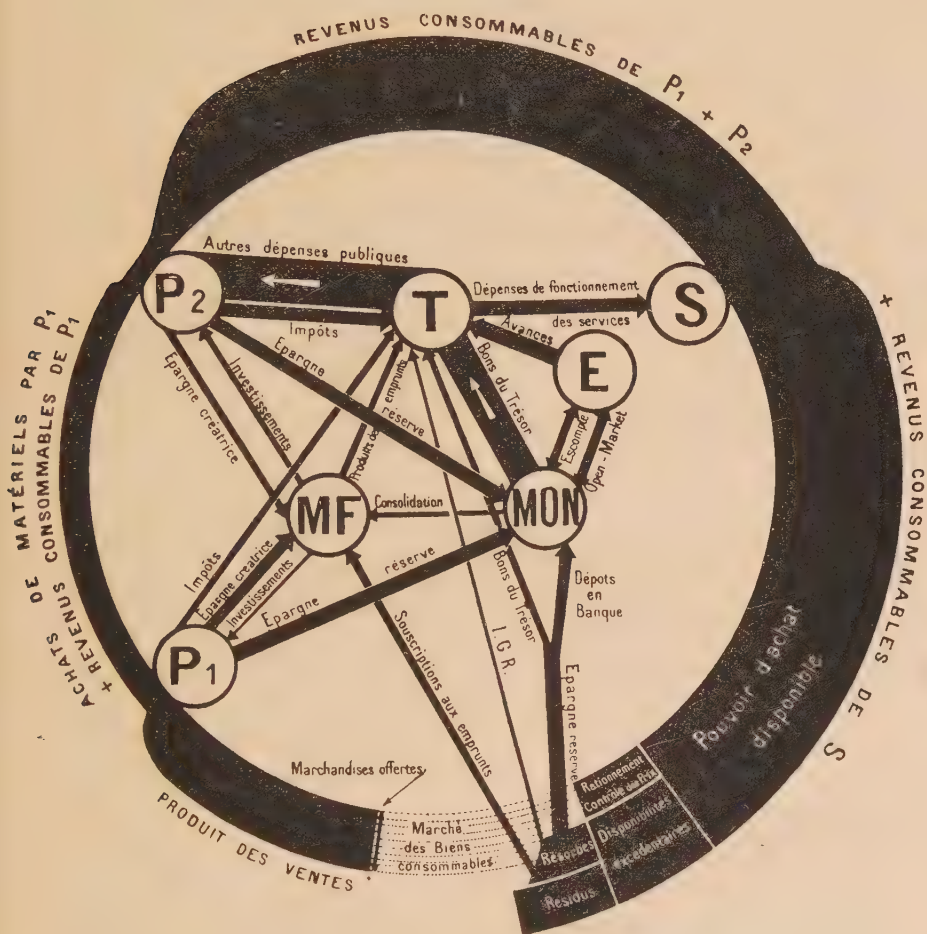
§ 1. — Schéma d'ensemble du fonctionnement du circuit.

La rareté des biens consommables en période de guerre ne permet d'offrir sur le marché que des marchandises en quantité restreinte. Leur vente les transforme de réalité économique en monnaie. Un pouvoir d'achat se trouve alors transféré de l'acquéreur au vendeur.

Mais le produit des ventes comprend parfois aussi une portion des indemnités compensatrices versées par l'État aux producteurs, afin de maintenir la stabilité du prix de quelques denrées courantes. Cet élément n'apparaît pas sur le schéma, car il aurait compliqué inutilement sa texture.

Le produit des ventes est donc absorbé par le secteur de production des biens consommables P_1 . Il formera les revenus du travail et du capital engagés dans cette œuvre de production. La partie consommable de ces revenus entrera en circulation et viendra grossir la masse totale du pouvoir d'achat disponible à un moment donné. Il sera également utilisé à des achats de matériels ou d'ou-

SCHÉMA DU CIRCUIT ÉCONOMIQUE EN PÉRIODE DE GUERRE



E. . Banque d'émission
I.G.R. . Impôt général sur le revenu
M.F. . Marché financier
MON. . Marché monétaire

P1 . Production des Biens consommables
P2 . Production des Biens non consommables
S . Services publics
T . Trésor

tillage, en quantité forcément limitée, par la pénurie de matières premières et la priorité donnée en temps de guerre à d'autres emplois. Le produit des ventes servira aussi à payer les impôts directs et cédulaires ou indirects qui alimenteront les caisses du Trésor T, à constituer une épargne créatrice qui ira s'investir sur le marché financier MF et une épargne réserve qui s'emploiera sur le marché monétaire Mon. Cette dernière sera la plus importante par suite du gonflement des fonds de roulement, provenant du ralentissement de l'activité économique. L'épargne créatrice sera proportionnellement plus faible. Son importance pour P_1 résulte de la fidélité des classes agricoles notamment aux formes de placement à long terme. En contre-partie, les investissements par le marché financier dans les exploitations agricoles ou les entreprises de production de biens consommables seront assez restreints.

Le secteur de production des biens non consommables P_2 bénéficiera évidemment d'une activité beaucoup plus considérable que celle de P_1 , dont il recevra une partie du pouvoir d'achat en échange des livraisons de matériel effectuées. Mais la majeure partie de ses commandes viendra de l'État pour lequel elles représentent une masse considérable de dépenses publiques auxquelles le Trésor doit pourvoir. Une faible partie des sommes qu'il aura payées lui reviendront grâce aux impôts supportés par P_2 . Les entreprises de production de biens non consommables utiliseront également une partie du produit de leurs ventes en placements. Son épargne créatrice utilisée sur le marché financier et les investissements de l'argent à long terme dans ces entreprises — sous forme d'augmentations de capital, notamment — seront somme toute fort limités. Mais l'apport au marché monétaire prendra une grande place, non seulement à cause de l'abondance des fonds de roulement, mais surtout par la pratique de l'autofinancement. Elle conduit, en effet, à la constitution d'importants portefeuilles d'effets à court terme qui travaillent sur ce marché. Enfin, la part consacrée aux revenus consommables des éléments de capital et de travail qui participent à l'activité de P_2 demeurera extrêmement importante. C'est elle qui représente au premier chef l'apport de fièvre, le gonflement de pouvoir d'achat résultant des circons-

tances de guerre et qui viendra grossir la masse de celui qui est déjà en circulation.

Ces mêmes nécessités de l'économie de guerre imposent un extraordinaire développement des attributions de l'État. La multiplicité des tâches de contrôle oblige à créer des services nouveaux, à renforcer ceux qui existent, en recrutant un personnel qui serait en temps normal utilisé dans les affaires privées. La rémunération de cette masse improductive de services rendus est également génératrice de dépenses publiques, sur lesquelles la fiscalité récupère immédiatement sa part, grâce au stoppage à la source. Les revenus consommables ainsi distribués représentent donc également une masse plus considérable qu'en époque normale. Elle vient s'ajouter aux revenus provenant de P_1 et de P_2 pour enfler le pouvoir d'achat disponible.

L'ensemble de cette activité se traduit donc par un développement du pouvoir d'achat, mais la masse des biens consommables offerts sur le marché ne s'est pas accrue pour autant. Afin de remédier à cette pénurie, le rationnement et le contrôle des prix permettront à une partie du pouvoir d'achat de recevoir sa pleine efficacité. Il s'incorporera à nouveau au cycle de production et pour lui le circuit économique sera bouclé.

Mais il demeurera nécessairement une très importante part de disponibilités excédentaires, sans emploi, qui correspondent à des besoins insatisfaits. Le jeu du circuit monétaire peut permettre de les résorber et de les remettre à la disposition du Trésor. La récupération est directe et obligatoire par le jeu de l'impôt général sur le revenu. Les émissions à long terme et les souscriptions de bons du Trésor réalisent également un « épongeage » dans la mesure où le public y répond. Enfin, les disponibilités, privées de leur emploi naturel, viennent aussi grossir les dépôts en Banque et se transforment sur le marché monétaire en bons qui procurent des ressources au Trésor.

Il récupère ainsi une masse de ressources dont l'importance n'est jamais constante, son expansion permet d'atteindre même le pouvoir d'achat anciennement en circulation, sa contraction ne donne pas la possibilité d'équilibrer les dépenses publiques qu'il faut solder et, partant, d'éviter le développement d'un pouvoir d'achat

nouveau (1). La Banque d'Émission E doit alors suppléer par ses avances à cette insuffisance de ressources. En même temps, elle exerce son contrôle sur le marché monétaire, dont elle surveille le niveau, maintenant sa liquidité et sa stabilité par l'escompte et l'*Open Market*. Elle facilite ainsi le placement des bons et le jeu du circuit monétaire.

S'il s'essouffle pourtant et remplit imparfaitement son rôle d'absorption des disponibilités, c'est qu'aucun emploi ne paraît satisfaisant à leurs détenteurs, et qu'ils préfèrent les garder inertes, dans l'attente de jours meilleurs, à moins que les circonstances ne fassent considérer leur absolue liquidité comme une faculté souveraine dont il ne faut point perdre le bénéfice. Les détenteurs de disponibilités peuvent être, d'ailleurs, décidés à s'affranchir des disciplines communes soit pour satisfaire des besoins, soit pour réaliser des opérations de caractère spéculatif. Alors le circuit économique est ouvert, la masse des résidus non absorbés s'accroît, le pouvoir d'achat en circulation se multiplie. S'il dépend du jeu des forces morales ou d'une modification de certaines appréciations psychologiques que ce mouvement prenne une ampleur plus ou moins considérable, l'efficacité des contrôles qui améliorent la technique du circuit permet de limiter ces évasions aux proportions de l'inévitable.

§ 2. — Les contrôles de fermeture et les éléments incontrôlables.

La France était mal préparée à l'organisation d'une autarcie économique comportant une orientation du pouvoir d'achat vers les emplois les plus profitables à l'intérêt général. Elle a dû improviser la technique du circuit sous la pression des circonstances.

Tout d'abord le contrôle des changes et du commerce extérieur allait constituer le premier verrou de fermeture vis-à-vis de l'étran-

(1) Notons que déjà en période normale la technique budgétaire permet d'absorber et de répandre du pouvoir d'achat ; elle joue ainsi le rôle d'un véritable filtre et peut s'adapter à la conjoncture économique.

Sur la théorie du filtre, voir Henry LAUFENBURGER. *Précis d'Économie et de Législation financières*, t. III, Budget et Trésor ; Sirey, 1943, pp. 116, 150 et suiv.

ger, permettant à l'économie du pays de s'organiser progressivement en circuit interne. Dès le 9 septembre 1939, un Office des Changes, seul acheteur et vendeur de devises, avait été institué. Il gérait notre réserve de moyens de paiement dont il évitait le gaspillage en délivrant des devises uniquement pour la satisfaction de besoins d'utilité nationale. L'évasion des capitaux était ainsi évitée. L'ensemble de la politique du commerce extérieur allait également tendre à l'utilisation d'exportations productives destinées à compenser l'importation de produits strictement indispensables. Ce contrôle a été rendu possible par le jeu des licences d'importation et d'exportation dont la délivrance était subordonnée à des conditions tendant notamment à ajuster les prix des produits importés au niveau des prix internes dont ils risquaient de compromettre l'équilibre. Cet équilibre dépendait évidemment de l'adaptation qui pourrait être réalisée à l'intérieur du circuit entre les produits consommables et les besoins courants.

A cet effet, l'institution du Service public du ravitaillement et d'un système de rationnement rigoureux allait permettre de maintenir sur le marché régulier un minimum de biens consommables. Les Pouvoirs publics assujettissaient ainsi la production agricole à des réquisitions et obligations diverses. Leur tâche allait être facilitée par l'organisation corporative de l'agriculture.

La consommation était également sévèrement réglementée, le rationnement s'étendait progressivement à l'ensemble des denrées alimentaires, aux articles d'habillement, aux produits d'entretien, etc...

L'État devait également étendre son contrôle sur la production industrielle ; il fallait assurer une priorité des besoins, surveiller la répartition des matières premières, opérer des transferts de main-d'œuvre, orienter l'effort productif vers certaines entreprises. La création d'une monnaie-matière circulant sous forme de bons ou même donnant lieu à l'ouverture de comptes spéciaux, venait compléter l'efficacité de la monnaie normale et lui donner un pouvoir d'achat utile. L'institution des Comités d'Organisation professionnelle et des Offices de répartition, permettant aux intéressés de faire prévaloir une discipline commune, allait ici aussi faciliter la tâche de l'État.

L'action sur l'offre et sur la demande, malgré son importance, devait être complétée par une action directe sur les prix dont il fallait maintenir la stabilité. Tel était le but du Contrôle des prix. Il opérait parfois un blocage rigoureux : loyers, salaires..., mais devait le plus souvent adapter les cours aux nécessités de l'économie, soit par la taxation fixe, soit par l'homologation obligatoire, soit enfin en autorisant un certain coefficient d'augmentation par rapport à une base de référence.

La publicité par l'affichage constituait un premier moyen de surveillance, tandis que la répression se faisait sentir par les amendes et les saisies.

Le rationnement ainsi que le contrôle des prix ne pouvaient être efficaces d'ailleurs que par l'action permanente des services de contrôle économique qui, par des inspections fréquentes et à l'improviste, contraindraient les assujettis à la stricte observance des règles prescrites.

L'ensemble de ces mesures tendait évidemment à permettre au public d'exercer son pouvoir d'achat sur une masse de biens déterminés, régulièrement offerte. Mais elles devaient être rendues en partie inopérantes par l'existence de marchés clandestins, dont les échanges intéressent un grand nombre de biens.

Qu'il s'agisse de la simple pratique du troc, de l'échange en nature avec soulte en argent, ou de l'acquisition au prix du plus offrant, les conséquences sont toujours graves pour le fonctionnement du circuit.

D'abord une masse de produits est ainsi soustraite au marché officiel et fausse les conditions du rationnement en le rendant plus strict ou même en ne permettant pas d'atteindre pratiquement le niveau minimum de consommation qu'il avait entendu assurer à tous.

Les prix officiels ne sont plus respectés ; à côté d'eux se pratiquent des prix de surenchère dans lesquels se trouve incorporée une prime de risque ou des prix intermédiaires que le jeu des relations personnelles, avec parfois la prestation de menus services, permet de rendre moins élevés.

Il en résulte ainsi une dégradation progressive du pouvoir d'achat. Les rapports relatifs de prix entre biens et produits, tels

qu'il est raisonnable de les apprécier et tels qu'ils existent sur le marché officiel, ne sont plus maintenus. Ils sont déterminés par la rareté ainsi que la modification qui s'est opérée dans la hiérarchie de certains besoins. La dégradation du pouvoir d'achat se marque par exemple dans le fait qu'au cours d'un solide repas au marché clandestin se dépense la valeur d'une action de bonne société.

Le jeu habituel de ces transactions occultes oblige à maintenir en circulation une masse de billets considérable. Ainsi se développe un commerce à base de profits anormaux qui accroît encore la masse du pouvoir d'achat mis en circulation. Une législation fiscale exceptionnelle est venue frapper les commerçants coupables de transactions illicites et doit permettre de résorber une partie des revenus frauduleux qu'ils sont parvenus à se constituer. La vérification des éléments de leur patrimoine permettra de les atteindre jusque dans les emplois spéculatifs en valeurs refuges qui font échec aux mesures de contrôle des placements privés destinés à éviter une évasion interne des capitaux.

Déjà la loi interdisait le stockage abusif, la détention de marchandises n'ayant aucun rapport avec l'activité exercée. Le commerce de l'or, pratiquement réservé à la Banque de France faisait l'objet d'une réglementation très stricte complétée par l'application de sévères pénalités en cas d'infraction.

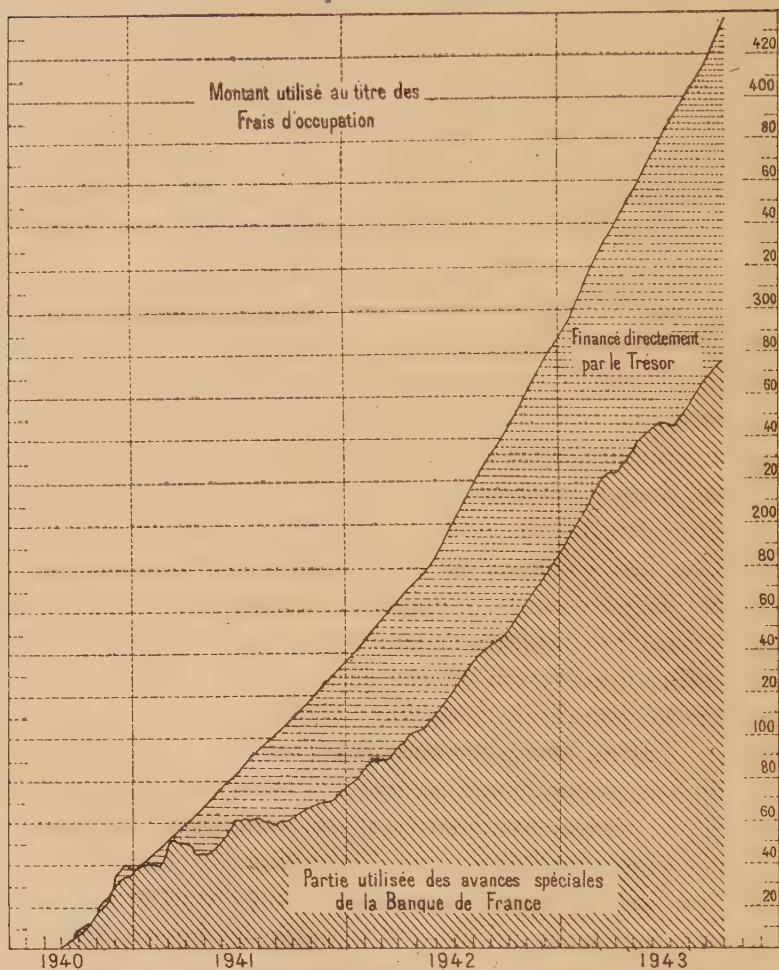
Tout un secteur libre demeure cependant ouvert aux imaginations des spéculateurs qui peuvent acquérir des bijoux, fourrures, collections, voire même des timbres-poste.

Mais si le spéculateur cherche ainsi à conserver un pouvoir d'achat à ses disponibilités par l'acquisition de choses réelles aisément conservables et de prix élevé sous un faible poids spécifique, il risque fort de se trouver réduit à la simple utilité matérielle de la chose lorsque l'« optique de la rareté » et l'appréciation de circonstances anormales auront cessé de gonfler exagérément les prix.

D'autres placements privés dont la conception correspond mieux à une réalité économique ont pu être contrôlés. La réorganisation de la bourse des valeurs, l'interdiction des transactions à terme, l'obligation de nominativité des titres et l'institution de la Caisse

PAIEMENT DES FRAIS D'OCCUPATION ET LEUR FINANCEMENT

CHIFFRES MENSUELS EN MILLIARDS DE FRANCS



Le montant utilisé au titre des frais d'occupation est la différence entre les versements effectués à ce titre et les avoirs restant au compte des Reichs Kredit Kassen

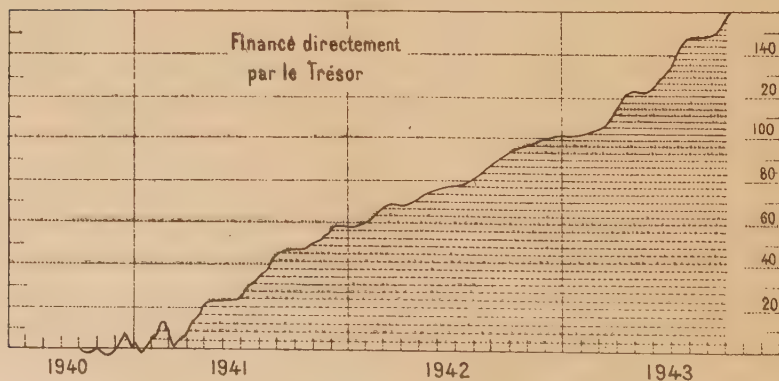


Tableau établi d'après celui qui est contenu dans le XII^e rapport de la B.R.I.

de dépôt et virement de titres permirent de surveiller le jeu des emplois en valeurs mobilières. En même temps, les acquisitions d'immeubles étaient soumises à une autorisation administrative dont malheureusement tout l'intérêt pour le contrôle de l'investissement des capitaux n'a pas toujours été parfaitement compris.

L'ensemble de ce contrôle des placements privés devrait avoir théoriquement pour but d'orienter les disponibilités excédentaires vers les emplois publics, dont l'acquisition de bons du Trésor constitue la partie essentielle, et de permettre ainsi le jeu du circuit monétaire.

Malheureusement, la thésaurisation en espèces représente un mouvement absolument incontrôlable et qui présente un danger permanent dans la mesure où elle ne correspond pas à des habitudes constantes et qu'elle risque de trouver sur le marché des possibilités d'emploi.

Il ne saurait être question enfin, bien évidemment, d'exercer un contrôle sur le pouvoir d'achat mis en circulation par l'État du fait des paiements effectués au titre des frais d'occupation, des indemnités de réquisition ou soldes de clearings. Le Trésor s'est du moins efforcé de financer les dépenses d'occupation en évitant le plus possible de recourir à cet effet aux avances spéciales de l'Institut d'Émission. Le graphique ci-contre fait ressortir la constance et l'efficacité de l'effort qu'il a pu accomplir dans cette œuvre de financement.

§ 3. — Le bon et la résorption des disponibilités excédentaires.

Le financement des dépenses exceptionnelles par le jeu du bon du Trésor évite ainsi une augmentation de la masse monétaire, puisque c'est autant de ressources qui ne sont pas demandées aux avances de l'Institut d'Émission. Cependant, un développement du pouvoir d'achat excédentaire doit en résulter, car avec les ressources ainsi obtenues pour combler le déficit de la Trésorerie, l'État, par le canal des dépenses publiques, met en circulation une

masse considérable de moyens de paiement. Le pouvoir d'achat excédentaire provient encore principalement d'une autre source. Il se trouve augmenté du montant des fonds de roulement devenus inutiles. Mais si cette source contribue à développer la masse des moyens de paiement en circulation, son effet s'amenuise progressivement.

Les divers contrôles de fermeture du circuit économique permettent d'éviter, dans une certaine mesure, la multiplication des moyens de paiement et en outre de maintenir ce pouvoir d'achat inemployé, afin de l'orienter vers les placements publics dont le bon du Trésor constitue la forme essentielle. Ainsi le bon agira comme une sorte de remède homéopathique, puisque par son pouvoir de résorption, il permettra de neutraliser une partie du pouvoir d'achat mis en circulation par l'État, grâce aux ressources qu'il lui avait procurées comme procédé de financement des dépenses publiques en période de guerre. Le bon est donc à la fois un procédé de financement moins mauvais que d'autres, comme les avances de l'Institut d'Émission par exemple, et il porte en lui-même la vertu tonifiante de pouvoir neutraliser le développement dangereux des moyens de paiement qu'il met à la disposition de l'État.

A ce double titre, il constitue l'un des principaux éléments du circuit économique en période de guerre. Il permet de maintenir constamment dans le circuit un certain équilibre entre les biens consommables offerts sur le marché et le pouvoir d'achat disponible en circulation.

Cette forme particulière d'utilisation du bon n'est d'ailleurs pas absolument nouvelle. Avant d'être habilement intégré dans une économie de circuit, il avait déjà servi précédemment à fixer des capitaux flottants et non pas simplement à permettre de couvrir des dépenses publiques. C'est ainsi qu'en Angleterre, après la dépréciation monétaire de 1931-1932, grâce à l'ampleur du marché monétaire de Londres, le bon avait pu faciliter la stabilisation de la livre en résorbant les capitaux flottants rapatriés dans le pays (1). Et même en France, au moment de la stabilisation du

(1) H. LAUFENBURGER. Dette publique et Richesse privée, *op. cit.*, p. 129.

franc en 1928, le bon à court terme permit à la fin de la période de stabilisation de fait, la fixation temporaire de capitaux rapatriés qui avaient pu également être recueillis en dépôt au Trésor (1). Mais cette utilisation très partielle ne lui conférait pas ce caractère d'élément compensateur qu'il ne devait prendre véritablement qu'avec l'organisation du circuit économique.

Afin de permettre une résorption plus complète des disponibilités excédentaires, le placement en effets du Trésor a été encouragé par des mesures tendant à développer les règlements sans monnaie, en même temps que les modalités de l'appel direct au public se trouvaient perfectionnées.

Diverses mesures législatives ont été prises tout d'abord pour développer l'emploi du chèque et augmenter ainsi la masse des dépôts dans les Banques. Les paiements en espèces ont été interdits au-dessus de 3.000 francs, puis de 5.000 francs. La délivrance des formules de chèque a été rendue gratuite par la suppression du droit de timbre et l'impôt sur les intérêts des comptes de dépôt allégé. Enfin, les pénalités en cas d'émission de chèque sans provision se trouvent aggravées et grâce au « chèque certifié » le tiré peut garantir l'existence d'une provision.

Il est important en effet d'augmenter les possibilités des banques, car le pouvoir d'achat qu'elles drainent vient alimenter le circuit monétaire. Du reste, l'augmentation des dépôts bancaires est considérée comme un symptôme plutôt favorable par le public qu'inquiète au contraire l'accroissement des billets en circulation. L'utilisation plus complète du chèque permet d'ailleurs de réaliser une économie d'espèces, remplacées par la monnaie de banque au rythme de circulation bien plus lent et qui, par conséquent, exerce une moindre pression sur les prix. Alors que le billet permet de régler dans une journée un grand nombre d'opérations, l'encaissement des chèques et les virements, surtout de place à place, demandent fréquemment quelques jours pour être réalisés. C'est pourquoi les transactions des marchés clandestins qui exigent un règlement immédiat, garantissant l'anonymat, s'accommodent mal

(1) Voir ci-dessus, p. 118.

de ce moyen de règlement et maintiennent constamment en circulation une masse importante de billets.

Les disponibilités excédentaires que les contrôles de fermeture du circuit laissent inemployées restent cependant considérables et une forte partie prend le chemin des banques ainsi qu'en témoigne la progression constante de leurs dépôts.

Cette progression est liée à l'évolution de la circulation monétaire, comme le montre le tableau suivant :

ÉVOLUTION DE LA CIRCULATION MONÉTAIRE
ET DU MONTANT DES DÉPÔTS
DANS LES QUATRE GRANDS ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT
(en milliards de francs, par trimestre, chiffres des derniers
bilans mensuels).

	Circulation monétaire	Dépôts dans les quatre établissements de crédit
Septembre 1939	144	34
Décembre 1939	151	42
Mars 1940	156	46
10 juin 1940	174	»
Septembre 1940	206	45
Décembre 1940	218	61
Mars 1941	227	66
Juin 1941	236	72
Septembre 1941	248	73
Décembre 1941	270	76
Mars 1942	282	78
Juin 1942	304	84
Septembre 1942	334	89
Décembre 1942	382	91
Mars 1943	405	92
Juin 1943	426	97
Juillet 1943	440	
Septembre 1943	468	

Si l'on admet que le montant des dépôts dans les quatre grands établissements de crédit représente la moitié de l'ensemble des

dépôts bancaires (en fait de 45 à 50 %) et varie dans le même sens que lui, il est possible d'apprécier son évolution relative par rapport à la circulation monétaire.

Il apparaît tout d'abord que les variations du stock de monnaie bancaire sont proportionnellement plus importantes que celles de la masse des billets en circulation. A la fin de l'année 1940 et au cours de l'année 1941, la progression des dépôts a été parallèle, parfois même plus rapide que celle de la circulation monétaire. Ce qui prouve qu'il y a eu transfert de la circulation monnaie aux crédits de banque, du fait de la réinstallation de l'appareil bancaire et du développement des paiements par virement, encouragés vraisemblablement par les premières mesures prises à cet effet. Par contre, en 1942, la circulation billets s'élève fortement, les dépôts n'augmentant que faiblement, ce qui traduit l'importance des paiements au comptant réalisés à partir du milieu de l'année.

L'évolution des dépôts donne ainsi la mesure du rôle qui a pu être joué grâce aux banques par le bon du Trésor, afin de résorber le pouvoir d'achat excédentaire.

L'organisation du circuit économique et le ralentissement considérable des transactions privées obligent les banques à utiliser l'essentiel de leurs disponibilités en bons à court terme. L'organisation du marché monétaire, avec les facilités de mobilisation qu'il offre, leur garantit une liquidité parfaite et par le jeu des opérations rotatives qui se sont beaucoup développées depuis l'armistice, ce placement reste avantageux. Bien que ces dernières opérations puissent présenter parfois un caractère inflationniste, il est certain que les banques se bornent à transposer sur du papier public une gamme d'opérations qu'elles effectuaient précédemment sur effets privés.

L'ensemble de leur portefeuille-effets qui, en temps normal, comprenait 30 à 40 % de bons du Trésor, en comptait 80 % à la fin de l'année 1941. Cette proportion atteint actuellement 90 % environ, la situation de l'ensemble des banques au 30 juin 1943 faisant ressortir au total un portefeuille-effets de 161.343 millions, on peut admettre que les banques détiennent environ 150 milliards de bons.

Il est certain que les banques contribuent de la sorte à discipli-

ner une grande partie du pouvoir d'achat excédentaire qui est ainsi mis à la disposition de l'État, mais il n'est pas sûr que le bon réalise par leur intermédiaire une résorption complète de pouvoir d'achat. Les grandes facilités de mobilisation que les banques trouvent sur le marché monétaire leur permettent de ne conserver que des encaisses réduites pour satisfaire aux demandes de retrait de leurs déposants. Ainsi le placement en bons n'exclut pas la circulation de la monnaie de banque. Loin d'y avoir résorption, il peut donc s'opérer dans certains cas une multiplication de pouvoir d'achat.

En fait, ce danger n'est réel que pour la partie instable des dépôts qui est d'autant plus limitée dans l'organisation du circuit économique que les emplois possibles sont extrêmement restreints.

Le souci d'éviter une création de monnaie pour solder certaines dépenses publiques, a conduit l'État à utiliser comme moyen de règlement des modalités de crédit à court terme qui rappellent l'usage du bon à certaines époques.

Depuis octobre 1940, le Trésor peut acquitter provisoirement, au moyen de l'ouverture d'un crédit d'acceptation sur le Crédit National, les marchés de travaux excédant 50.000 francs et les marchés de fournitures excédant 200.000 francs. Le créancier peut mobiliser sa créance en tirant une traite sur le Crédit National et en négociant cet effet public sur le marché monétaire. S'il n'en use pas, il bénéficie d'un taux d'intérêt de 2,25 % particulièrement avantageux. Ce système a été dans l'ensemble d'un faible rendement, mais s'il a été appliqué de façon très limitée, il serait susceptible, s'il était étendu aux gros paiements de l'État, d'améliorer sensiblement le fonctionnement du circuit monétaire.

L'importance des émissions de bons en grosses coupures démontre d'ailleurs que l'effet à court terme est largement utilisé par la grosse clientèle dont les disponibilités sont abondantes.

C'est ainsi que pour l'année 1942 les émissions se sont élevées au total à 247 milliards environ, sur lesquels les bons de 1 million représentent 153 milliards 900 millions. Les bons en coupures de moins de 100.000 francs comptent pour 50 milliards environ. Sur la base de ces chiffres, il est possible de déterminer approxima-

tivement la répartition des 440 milliards de bons en circulation au 1^{er} novembre 1943 (1) :

Placement auprès des particuliers et des petites

entreprises : 20 %, soit en gros 90 milliards

Banques privées (situation au 30 juin 1943) 150 »

Le reste, soit 200 milliards environ, est détenu surtout par les grosses entreprises et aussi, dans une beaucoup plus faible mesure, par les organismes publics.

Parmi ceux-ci, la Caisse des Dépôts et Consignations est le client principal.

Son portefeuille bons était de 18 milliards au 31 décembre 1941, date de la dernière situation officielle ; depuis, les avoirs au titre des Caisses d'épargne se sont élevés de 84 milliards à plus de 100 milliards au 31 décembre 1942. Si l'évolution de ces placements a été analogue à celle constatée par les banques, il est logique d'admettre que la proportion de bons détenus par la Caisse dépasse sensiblement 20 milliards.

Les Compagnies d'assurances effectuent la moitié de leurs placements en bons. Bien que l'intérêt perçu soit moins avantageux qu'avec des valeurs à long terme, elles préfèrent ne pas courir le risque d'une baisse de ces valeurs en bourse qui entraînerait pour elles de fortes pertes en capital.

Telle Compagnie minière importante fait apparaître à son bilan plus de 100 millions de bons, telle grande entreprise de fabrication automobile entretient également en permanence un portefeuille bons extrêmement important qu'elle fait fructifier sur le marché monétaire. Dans l'ensemble, la pratique de l'autofinancement assure au bon du Trésor une clientèle constante de gros porteurs.

Il fixe ainsi des disponibilités très abondantes pendant une période d'ailleurs d'autant plus brève que les facilités de mobilisation du marché sont ici largement ouvertes. Les renouvellements

(1) Chiffre des bons effectivement en circulation, non compris les 30 milliards de bons figurant au bilan de la Banque de France et qui lui ont été remis en représentation de la cession d'or consentie au Trésor en exécution de la convention du 29 février 1940.

demeureront effectivement fonction des possibilités d'emploi plus normales qui s'offriront lors de la reprise de l'activité économique. Du moins pendant le temps où elle s'opère, la résorption du bon est ici absolument complète.

Mais il est certain que c'est essentiellement grâce aux souscriptions des particuliers que le bon réalise un véritable transfert de pouvoir d'achat à l'État, une fixation effective bien que temporaire de leurs disponibilités. Le souscripteur fait ici véritablement abandon de sa possibilité d'emploi de la somme prêtée. En dehors de l'escompte à trois mois d'échéance, la pratique bancaire ne lui permet en effet de rentrer dans ses fonds qu'avec une perte sérieuse (1).

Aussi n'est-il pas toujours absolument exact de prétendre que les bons sont généralement plus stables lorsqu'ils sont placés dans les Banques que lorsqu'ils sont directement souscrits par les particuliers. Sur une courte période affectée par des événements qui troublent l'opinion, les retraits s'opèrent brutalement dans les banques. Bien que celles-ci détiennent des réserves d'espèces, très supérieures à celles des banques anglaises par exemple, elles réagissent immédiatement en négociant des bons sur le marché monétaire. C'est en réalité la bonne organisation technique de ce marché qui fait leur stabilité. Quant aux souscriptions ou renouvellements, ils subissent le même ralentissement du fait des banques comme de celui des particuliers. Par contre, sur une longue période, les banques qui disposent de fonds d'origine très diverse, peuvent plus facilement souscrire ou renouveler des bons, alors que le public, plus sensible, se laisse impressionner par une multitude de réactions psychologiques défavorables et refuse sa confiance.

La nécessité d'assurer dans le circuit économique un équilibre entre les biens consommables et le pouvoir d'achat disponible devait évidemment obliger l'État à intensifier dans le grand public son effort de propagande en faveur du bon. Car les disponibilités excédentaires détenues par les gens appartenant aux classes les plus

(1) Sur les facilités de mobilisation des bons, voir ci-dessous pp. 13 et suiv.

nombreuses de la Société sont celles qui présentent le plus de danger pour cet équilibre, puisqu'elles peuvent à tout instant exercer leur pression sur les prix.

Il a paru également possible d'opérer une fixation moins temporaire de ces disponibilités en créant un titre nouveau destiné à toucher l'épargne que la situation du marché financier ne permettait pas d'atteindre directement. Ainsi a été institué le bon d'épargne à 4 ans d'échéance. Portant un intérêt de 3 % payable moitié lors de la souscription, moitié à l'échéance, il est doté en outre de certaines facilités de remboursement destinées à permettre au porteur de mobiliser ses fonds en cas de besoin légitime. Cette possibilité est admise soit en cas d'événement de caractère familial : naissance, mariage..., jusqu'à concurrence de 50.000 francs, en cas d'invalidité permanente ou au contraire d'établissement dans une entreprise agricole ou artisanale jusqu'à concurrence de 200.000 francs. Le public a été intéressé par l'organisation d'un concours doté de prix à imaginer les cas où le remboursement serait le plus utile et finalement ce remboursement a été admis pour toute cause justifiable plaçant le porteur devant un besoin imprévu d'argent.

Bien que ce titre dépasse déjà la limite du court terme, qu'il ne circule pas sur le marché monétaire et ne bénéficie pas de l'exemption de l'impôt général sur le revenu, il présente cependant toutes les caractéristiques essentielles du bon du Trésor (1). C'est un effet sur le Trésor public, à courte échéance, dont l'intérêt est partiellement payé d'avance et dont l'échéance est fixe dans la grande majorité des cas.

Le bon d'épargne devait normalement reprendre la place du bon de la Défense Nationale qui, lors de l'autre guerre, avait obtenu un plein succès. Les bénéfices importants réalisés par la clientèle rurale dont l'effort productif s'était accentué pour remédier à l'insuffisance de biens consommables, permettaient d'en espérer un bon rendement (2). Sa souplesse pouvait le faire consi-

(1) Voir pp. 7 et suiv. les caractères principaux du bon du Trésor.

(2) La clientèle rurale a été également sollicitée par les bons à court terme de la Caisse nationale de Crédit agricole qui se sont élevés à 5 milliards environ.

dérer comme une sorte de « compte de dépôt » suppléant à l'éloignement des banques et à la répugnance du paysan pour les opérations complexes du crédit.

L'accueil a été certes réservé s'il doit être comparé au succès considérable des bons du Trésor. Alors que ces derniers s'élevaient à 440 milliards environ au 1^{er} novembre 1943, l'excédent des émissions sur les remboursements ayant progressivement dépassé 83 milliards en 1940, 91 en 1941 et 97 milliards en 1942, les bons d'épargne donnèrent à peine en 1942 un milliard par mois et leur montant total ne dépasse pas une quinzaine de milliards.

Ces résultats peuvent surprendre si on les compare à ceux obtenus du B. D. N. en 1914-1918. Mais il faut tenir compte d'abord des réactions psychologiques du milieu rural. Une formule nouvelle n'y est pleinement adoptée qu'après une lente pénétration. Le sentiment patriotique tient une grande place dans les mouvements de cette épargne et il est plus difficile de faire appel à lui dans un pays occupé par une puissance étrangère. Il faut également observer que le standard de vie des classes rurales s'est élevé et que les paysans recherchent plus fréquemment certains placements rentables : achats de terres, de bâtiments d'exploitation, d'outillage...

Mais surtout le sens paysan l'incite à la thésaurisation ; il garde par devers lui des espèces, solution la plus simple et la plus commode. D'ailleurs la thésaurisation paysanne qui est stable n'est pas un mal, car elle neutralise automatiquement un pouvoir d'achat important. Elle présente l'inconvénient de gonfler la masse des billets au bilan de l'Institut d'Émission, mais à moins d'événements d'exceptionnelle gravité, elle ne risque pas de venir peser, par les disponibilités excédentaires qu'elle bloque, sur le marché des biens consommables et de rompre l'équilibre du circuit économique.

§ 4. — Les autres procédés de résorption

Le bon n'est donc qu'un procédé de résorption assez imparfait ; même lorsqu'il réalise une fixation véritable du pouvoir d'achat, son action risque d'être seulement temporaire.

L'impôt opère par contre une absorption complète et en principe définitive des disponibilités excédentaires. Une partie du pouvoir d'achat détenu par les contribuables se trouve ainsi anéantie entre leurs mains et transférée à l'État qui peut librement en disposer. Malheureusement, la fiscalité a des limites et ce procédé n'est pas susceptible d'avoir un gros rendement.

L'effort fiscal a cependant été considérable en France depuis l'armistice. Malgré le ralentissement de l'activité économique, l'éloignement d'une forte partie de la population active, les événements de guerre qui affaiblissent le potentiel productif, le rendement des impôts n'a cessé de croître. Les ressources budgétaires (impôts, monopoles et domaine) qui étaient de 57 milliards environ en 1940, sont passées à 70 milliards en 1941 et 90 milliards en 1942, non compris les ressources de la Caisse Autonome d'Amortissement. Malgré l'influence certaine de la hausse des prix, cette progression est due essentiellement à l'aggravation des tarifs d'impôts directs, particulièrement aux revenus des professions agricoles ainsi qu'à l'impôt général, mais aussi aux majorations des impôts indirects, notamment sur les produits qui ne sont pas de consommation courante. Si l'on tient compte du fait que le développement des marchés clandestins soustrait au prélèvement fiscal les bénéfices d'une masse importante d'opérations, l'effort réalisé dans un pays dont l'économie est anémiée apparaît extrêmement important.

L'appel à l'emprunt à long terme aurait pu constituer un moyen de résorption d'une grande efficacité. Il permet en effet de reporter sur un avenir déjà lointain la disposition d'un pouvoir d'achat présent. Mais les circonstances ne permirent guère de l'utiliser avec ampleur. Les épargnants inquiets marquaient leur répugnance à s'engager pour une longue période. Cette situation du marché financier obligea l'État à pratiquer une politique modeste. Après les conversions de 1941, diverses opérations furent réalisées par des organismes de caractère public : Crédit National, Crédit Foncier, S. N. C. F., pour un total d'une vingtaine de milliards. En 1943, outre les emprunts de la Caisse Autonome et des P. T. T., le Trésor émit avec succès des obligations 3 1/2 % amortissables en trente ans, par des tranches successives de 10 milliards, dont

la dernière fut lancée courant novembre. Il est donc permis d'espérer que s'il est fait appel à lui avec modération, l'épargnant acceptera de bloquer au profit du Trésor une partie de ses avoirs actuellement sans emploi.

L'institution en France de comptes bloqués, recevant des dépôts volontaires d'espèces, destinées à un usage précis, marque le souci de fixer certaines disponibilités selon leur emploi naturel (1).

Le jeu de certaines exemptions fiscales incite leurs détenteurs à les confier au Trésor qui verse en général un intérêt de 2,25 %, égal à celui des bons à 1 an. C'est ainsi que depuis l'année 1943, les plus-values acquises par les entreprises, lors de la résiliation d'éléments de l'actif immobilisé autres que les valeurs mobilières, échapperont à l'impôt des bénéfices industriels et commerciaux si, prenant l'engagement de les réinvestir après les hostilités, elles déposent au Trésor une provision égale au prix de cession. Si elles trouvent la possibilité d'en effectuer le remploi, elles peuvent obtenir, sous certaines conditions, le retrait anticipé des sommes déposées.

De même, afin de permettre aux entreprises de rénover leur outillage, l'État les autorise à laisser en compte au Trésor le quart du prélèvement temporaire effectué sur les excédents de leurs bénéfices et s'engage à le leur restituer après les hostilités.

Enfin, les provisions pour renouvellement de l'outillage et du matériel nouveaux et les provisions pour renouvellement des stocks, constituées dans les conditions prévues par les décrets des 13 février 1939 et 30 janvier 1941, pourront être déduites des bénéfices d'exercices clos en 1942 et au cours des années suivantes, jusques et y compris celle de la cessation des hostilités. L'exonération au titre de l'impôt sur les bénéfices industriels et commerciaux ainsi que du prélèvement temporaire sera obtenue grâce au dépôt de ces sommes au Trésor. Ce système tend à enlever aux entreprises la libre disposition de ces provisions afin d'éviter qu'elles les utilisent à des fins autres que celles en vue desquelles elles avaient été constituées. Particulièrement souple, il leur permet de les mobiliser auprès d'une banque, en présentant un certi-

(1) Voir p. 167 l'importance de la notion de l'emploi dans le jeu du circuit économique.

ficat de situation de compte bloqué valant titre de nantissement, mais en vue de leur objet exclusif : le rachat de stocks, de matériel ou d'outillage. Les comptes obtinrent un plein succès auprès des entreprises puisque très rapidement une dizaine de milliards furent déposés au Trésor. En même temps le marché financier enregistra certaines réalisations de titres, ce qui prouve qu'une partie de ces fonds, utilisés temporairement en achats de valeurs mobilières ou de terrains, allaient retrouver leur destination naturelle (1). Ce système de fixation très souple du pouvoir d'achat est particulièrement intéressant ; il peut être rapproché des cas de remboursement prévus pour les bons d'épargne ; il semble qu'il devrait s'intégrer dans un plan de résorption d'ensemble.

Il n'est pas suffisant en effet de résorber temporairement des disponibilités que les circonstances ou les effets des contrôles du circuit économique ont privées de leur emploi naturel. Il importe de connaître l'origine de ces fonds : excédents de revenus, éléments de capital ; leur source : entreprises industrielles ou commerciales, milieux agricoles, classes moyennes des villes ; enfin leur usage habituel en situation normale. Il est donc nécessaire de déterminer en quelque sorte « la finalité de leur emploi » et d'adapter en conséquence la politique de résorption suivie.

La pratique d'un autofinancement par les entreprises améliorant pour l'avenir le potentiel de production pourra être ainsi encouragée. Les fonds provisoirement flottants accepteront plus facilement de se lier, moyennant un léger intérêt, à leur destination naturelle ou de se fixer dans le sens de leur destination probable. Enfin, il sera utile d'offrir en remplacement d'emplois disparus : reports en bourse, lettres de change, etc..., des titres publics à court terme qui représenteront en même temps, pour les détenteurs irrésolus de fonds sans usage prévu à l'avance, une destination acceptable et conforme à l'intérêt collectif.

Les mouvements de ce pouvoir d'achat, rationnellement lié à certains emplois connus à l'avance ou correspondant à des possibilités d'utilisation que l'on aura pu déterminer, tout en les rem-

(1) Sur ces systèmes de comptes bloqués, voir H. LAUFENBURGER. Budget et Trésor, *op. cit.*, p. 197.

plaçant au besoin, seront ainsi beaucoup moins dangereux pour l'équilibre économique au moment où la décompression progressive de l'économie fera renaître la gamme des emplois indispensables au développement de l'activité productrice.

§ 5. — Le degré de fermeture du circuit.

Malgré le jeu des contrôles de fermeture, le circuit économique ne fonctionne que de façon imparfaite. Cette imperfection résulte essentiellement de l'influence des éléments incontrôlables dont nous avons signalé l'existence (1).

S'il est difficile d'évaluer exactement son importance, l'évolution des prix officiels par rapport à l'année 1939, telle que le tableau ci-dessous la présente, permet cependant de l'apprécier approximativement :

ÉVOLUTION DES PRIX SUR LA BASE D'AOÛT 1939 (2)

	Indices base 100 en août 1939		
	Prix de gros	Prix de détail	Coût de la vie
1939. Août	100	100	100
Décembre.	126,3	109,9	110,9
1940. Août	140,6	124,3	122,5
Décembre.	157,2	132,4	130,1
1941. Août	175,4	144,8	146,0
Décembre.	190,0	150,8	154,1
1942. Août	208,0	164,5	167,3
Décembre.	227,0	178,4	184,0
1943. Août	245,2	200,5	202,0

N. B. — Pour les prix de gros, l'indice pondéré porte sur 113 articles (pondération établie en 1938). Pour les prix de détail, l'indice porte sur 35 articles dont 30 alimentaires.

(1) Voir ci-dessus le § 2.

(2) D'après *La Conjoncture économique et financière* de Jean DESSIRIER, Grasse (Alpes-Maritimes), 14^e année, n° 3 et 15^e année, n° 3.

Mais il faut tenir compte évidemment des prix pratiqués sur les marchés clandestins, qui sont fréquemment du double ou parfois même du triple de ceux des marchés officiels, et s'appliquent à des transactions dont le volume est indéterminable.

Ces prix sont exagérément gonflés du fait de la rareté des produits et du risque couru ; ils ne peuvent, en conséquence, offrir aucune signification précise sur la valeur présente ou future de la monnaie. L'augmentation progressive de la masse des billets en circulation et des dépôts montre également que ces éléments incontrôlables exercent leur influence sur le fonctionnement du circuit monétaire (1).

Celui-ci doit normalement assurer le retour dans les caisses de l'État des espèces monétaires mises en circulation pour solder les dépenses publiques et qui proviennent notamment des avances de l'Institut d'Émission. Il devrait permettre d'éviter un accroissement continu de la masse des disponibilités excédentaires. La progression de la circulation monétaire et des dépôts dans les Banques prouve qu'il n'y parvient pas toujours parfaitement.

Alors que les experts estiment qu'une masse de billets en circulation de l'ordre de 225 à 250 milliards serait suffisante, compte tenu de la situation de notre économie, pour régler l'ensemble des transactions effectuées, cette masse dépasse 450 milliards. Le reste, soit plus de 200 milliards, représente ce que l'on appelle assez improprement d'ailleurs la « thésaurisation », c'est-à-dire ce volant résiduel de pouvoir d'achat excédentaire qui peut enfler la demande de produits et exercer son influence sur les prix dont il compromet la stabilité.

Le circuit monétaire fonctionne avec des pourcentages de fermeture extrêmement variables qui peuvent aller de 60 à 110 %. Dans cette dernière hypothèse, non seulement il n'ajoute rien à la masse de pouvoir d'achat excédentaire disponible, mais il contribue à diminuer son importance. Au cours de l'année 1941, le circuit monétaire a pu fonctionner en moyenne avec un pourcentage de 80 % ; au cours du premier semestre de l'année 1942, le pourcentage ressort à 71,6 % et est descendu à 62,1 % dans le second

(1) Voir le tableau p. 186.

semestre, ce qui met la moyenne annuelle à 66,5 % (1). La situation au cours du deuxième semestre de 1942 a été influencée par les événements d'Afrique du Nord, les réactions psychologiques du public entraînant un ralentissement des souscriptions aux bons du Trésor, enfin par une modification du rythme de certains règlements.

La situation s'est améliorée au cours de l'année 1943 et il semble que le pourcentage moyen de fermeture du circuit doive être supérieur à celui de l'année passée.

Le circuit monétaire n'est d'ailleurs qu'un moyen technique, il subit donc l'influence de l'évolution des événements politiques et des appréciations psychologiques du public. Aussi ne saurait-il être considéré comme un procédé magique dont il faut attendre des miracles, et il serait tout aussi vain de penser que, comportant une ouverture, il est inopérant et digne tout au plus de servir de thème à des spéculations purement théoriques.

(1) Voir : « Le fonctionnement du Circuit en 1942 » dans le *Journal de la Bourse* du 3 avril 1943.

CHAPITRE III

LE BON DU TRÉSOR ET LA RÉSORPTION DU POUVOIR D'ACHAT A L'ÉTRANGER

Dans la plupart des pays belligérants se retrouve, comme en France, le souci d'obtenir un certain équilibre entre les biens offerts sur le marché et le pouvoir d'achat disponible. Le maintien de cet équilibre est garanti par l'organisation d'un circuit économique plus ou moins complet et le fonctionnement du circuit monétaire. Mais les éléments qui participent au jeu de ce dernier sont conçus de façon différente.

La résorption des disponibilités excédentaires s'opère généralement par l'intervention de systèmes d'ensemble, sous l'effet de mesures de contrainte. L'épargne n'est pas simplement attirée vers certaines formes de placement, elle est dirigée ou forcée à jouer un rôle qui lui est assigné à l'avance. Le second caractère essentiel qui différencie la méthode utilisée à l'étranger de la solution française, c'est que la résorption y est comprise de façon beaucoup plus complète. Elle n'a pas seulement pour but de rendre plus aisé le financement des dépenses exceptionnelles de la période présente, mais elle a également pour objet de préparer le retour aux conditions économiques de l'après-guerre.

§ 1. — Allemagne.

L'organisation du circuit économique en Allemagne a été facilitée par l'existence de mesures de contrôle et d'une technique de financement dont la mise au point avait pu être réalisée dès le

temps de paix. L'efficacité des moyens employés se traduit notamment par la stabilité des prix ; l'indice du coût de la vie est passé seulement de la base 100 en décembre 1939 à 110 en juin 1943 (1). Le financement des dépenses exceptionnelles de guerre a été obtenu par le recours de plus en plus considérable à l'impôt qui, d'après les déclarations officielles, couvre désormais 50 % des charges du Trésor. La dette s'est cependant fortement développée, passant de 33 milliards de RM. au début du conflit à 214 milliards fin juin 1943 (1). La part de la dette flottante n'a cessé de croître du fait des émissions de bons du Trésor au cours des années 1940-1941 et 1942. Cette progression tend à devenir plus importante que celle de la dette consolidée. En septembre 1942, les bons du Trésor atteignaient avec 80 milliards de RM. environ, un montant égal à celui de la dette consolidée (2).

La caractéristique principale de cet effort de crédit est qu'il s'effectue en quelque sorte silencieusement, sans grandes émissions dans le public, sans propagande destinée à toucher l'épargne. Les emprunts à long terme sont essentiellement placés auprès de diverses institutions : Caisses d'épargne (dont les dépôts considérables représentent les $\frac{3}{4}$ de tous les dépôts d'épargne du pays), instituts d'assurances sociales et compagnies d'assurances privées, enfin banques et entreprises privées. Les bons du Trésor sont pris par la Reichsbank et les banques privées dont les bilans marquent, en contre-partie de l'augmentation des dépôts, l'accroissement des avoirs en bons, dont la proportion par rapport à l'ensemble de l'actif tend à devenir de plus en plus importante.

La liquidité du marché monétaire a d'ailleurs permis une diminution notable des taux d'intérêts pratiqués. Le taux des bons à 6 mois est passé de 3,25 % au début des hostilités, à $2\frac{3}{8}$ % en juin 1941 et celui des bons à 18 mois de 3,75 % à $2\frac{7}{8}$ %. Ces taux étaient encore en vigueur à la fin de l'année 1942.

Mais ce système d'emprunt auprès des institutions d'épargne

(1) Cité par H. LAUFENBURGER. *Revue de l'Économie contemporaine*, octobre 1943.

(2) *Kölnische Zeitung* du 3 janvier 1943.

collective présente cependant l'inconvénient de ne réaliser qu'imparfaitement la résorption et le transfert à l'État d'un pouvoir d'achat existant antérieurement. Les disponibilités qui demeurent entre les mains des particuliers sont évidemment celles dont l'immobilisation est la plus nécessaire au maintien de l'équilibre économique.

Il semble bien que ce ne soit pas la nécessité de procurer des ressources au Trésor, mais principalement le souci d'obvier, par la résorption du pouvoir d'achat excédentaire, au déséquilibre résultant de la pénurie de biens consommables, qui ait amené la création en 1941 des comptes d'épargne bloquée (1).

La première catégorie de comptes dite « d'épargne de fer » est destinée aux salariés. Ils versent au choix 0,50 ou 1 RM. par jour ouvrable. Ces sommes peuvent être majorées de 50 % pour ceux qui effectuent des travaux supplémentaires. Enfin, sont également reçus dans la limite d'un maximum de 500 RM., la moitié ou la totalité de leur gratification de Noël et du Jour de l'an. Ces modalités marquent la préoccupation d'atteindre seulement l'excès de pouvoir d'achat que le travailleur serait susceptible d'obtenir. Les versements sont précomptés par l'employeur sur les salaires du travailleur d'après sa déclaration d'épargne dont la validité, fixée à trois mois, se renouvelle par tacite reconduction. Ils sont recueillis par une caisse d'épargne ou une banque et ne peuvent être remboursés qu'à la fin des hostilités, après un préavis de douze mois. Ces avoirs portent intérêt au taux des dépôts à un an (3 1/2 %) et sont définitivement exonérés de tous les impôts du Reich ainsi que des contributions aux assurances sociales.

Une deuxième catégorie de comptes spéciaux sont bloqués au Trésor pour les industriels et commerçants ou dans une institution de crédit pour les exploitations agricoles. Les comptes d'investissement en matériel reçoivent en principe les sommes destinées au renouvellement du matériel mobilier susceptible d'usure et qui doit faire l'objet d'un amortissement. Ces sommes ne portent pas intérêt, mais les opérations d'outillage qu'elles permettront de

(1) Voir *Bulletin de Législation comparée*, 1942, 2^e trimestre.

réaliser pourront être déduites des bénéfices imposables au titre des premiers exercices qui suivront la cessation des hostilités.

Des comptes de reconstitution de stocks de marchandises sont ouverts en principe aux commerçants pour les fonds libérés par l'utilisation des stocks de matières premières, articles semi-manufacturés ou produits finis. Ils donneront aux déposants la possibilité de constituer, pendant un certain nombre d'années après la guerre, des réserves exemptes d'impôts destinées à l'achat de ces marchandises.

Enfin, selon un système analogue, les entreprises agricoles et forestières ont reçu la possibilité de constituer des réserves pour épuisement du sol, assorties de privilèges fiscaux. Ces réserves sont destinées à faciliter l'amélioration ultérieure du sol.

D'après une estimation approximative donnée par la revue allemande *Bank-Archiv*, l'épargne de fer sur les salaires pourrait s'élever à 3 milliards de RM. et à 2 milliards pour l'épargne prélevée sur les gratifications de Noël et du Jour de l'an. En contrepartie, la diminution des recettes fiscales serait de 300 à 400 millions de RM. On pourrait également escompter 10 milliards de RM. pour les avoirs des commerçants et industriels, soit au total une quinzaine de milliards pour l'ensemble de l'épargne bloquée. Il semble que les premiers chiffres communiqués soient assez nettement inférieurs à cette évaluation, surtout en ce qui concerne les dépôts des commerçants et industriels.

Ce système de résorption rigide est cependant assoupli par la possibilité d'obtenir, dans des cas exceptionnels, le remboursement anticipé des avoirs bloqués, après autorisation délivrée par les services locaux ou régionaux du Trésor. Il vise essentiellement à immobiliser des disponibilités excédentaires et à les orienter vers leur emploi d'après-guerre. Ces avoirs sont mis à la disposition de l'État ou consolidés à son profit, mais à charge pour lui de les restituer dans la période qui suivra la cessation des hostilités. Ils contribuent ainsi à accroître également la dette publique.

Cet accroissement caractérise d'ailleurs l'évolution financière de tous les pays belligérants. Dans un article écrit pour l'Académie de droit allemand, le Dr Funk, Président de la Reichsbank, estime que l'accroissement de la dette du Reich ne constitue pas une

menace pour le présent et que le développement du potentiel économique permettra de résoudre après la guerre les difficultés qui pourraient résulter de la multiplication des charges de l'État (1).

§ 2. — Italie.

L'équilibre du circuit économique a pu être maintenu en Italie pendant la guerre d'Abyssinie et les deux premières années du présent conflit. Mais depuis, le rythme du circuit monétaire s'est considérablement ralenti, nécessitant la mise en œuvre d'une politique de résorption du pouvoir d'achat plus énergique.

Les premiers signes de fatigue se sont manifestés par l'accroissement de plus en plus lent des dépôts bancaires, le développement de la thésaurisation et des transactions sur les marchés clandestins. D'après le Professeur L. Einaudi, la lire aurait perdu entre 1935 et 1943 environ 45 % de son pouvoir d'achat, c'est-à-dire que le prix de la vie aurait approximativement quadruplé (2). En fait, bien que le principe de la stabilité des prix sur la base du niveau atteint en octobre 1936 ait été abandonné, le système des subventions pratiqué largement pour les objets de première nécessité a permis d'éviter que la hausse entraîne de trop graves répercussions pour les consommateurs.

Mais les primes qu'il faut ainsi verser aux cultivateurs viennent accroître la masse des dépenses publiques. Aussi, malgré le renforcement de la fiscalité, le recours au crédit est-il resté extrêmement important. Le 31 mars 1943, la dette de l'État italien atteignait au total 412 milliards de liras dont 150 pour la dette flottante. Le montant des bons du Trésor à 9 ans représentait 123 milliards de liras et celui des bons d'autres types 43 milliards de liras. On peut admettre que la dette totale s'élevait à 438 milliards au 30 juin 1943 (3).

Les bons du Trésor à 9 ans d'échéance, dont le montant est particulièrement élevé, permettent évidemment de réaliser une

(1) *Hamburger Fremdenblatt* du 2 juin 1943.

(2) Cité par H. LAUFENBURGER. Économie comparée dans *Revue de l'Économie contemporaine*, octobre 1943.

(3) *Revue de Presse allemande* n° 112 du 14 août 1943.

résorption efficace du pouvoir d'achat excédentaire. Les émissions de bons du Trésor (1) tiennent une grande place dans le financement des dépenses publiques, puisqu'elles permettent de couvrir annuellement la moitié environ de leur montant.

Mais le développement des bons du Trésor se heurtait de plus en plus à une fâcheuse tendance du public à la thésaurisation des billets. Ce mouvement trouvait notamment sa source dans les difficultés éprouvées pour obtenir une mobilisation des bons satisfaisante pour les porteurs. L'absence d'un marché monétaire solidement organisé conduisait fréquemment les banques à faire quelques difficultés pour escompter les bons ou les admettre en garantie d'avances.

La résorption du pouvoir d'achat excédentaire a donc été poursuivie par le renforcement de la fiscalité, notamment sur les bénéfices exceptionnels, et par un système de placement obligatoire en bons du Trésor spéciaux (2).

L'impôt progressif sur les excédents de bénéfices réalisés par suite de l'état de guerre a été aménagé et complété par une innovation intéressante. Les contribuables dont le bénéfice actuel dépasse 50.000 livres doivent obligatoirement investir une fraction de l'excédent de bénéfices en bons du Trésor spéciaux, nominatifs et inaliénables, portant intérêt à 3 %, dont l'échéance n'est pas déterminée.

Les sommes ainsi immobilisées seront affectées par priorité après la guerre, à l'amortissement des installations et à la reconstitution des stocks. Elles peuvent toutefois être utilisées par anticipation pour la reconstruction d'éléments de l'entreprise endommagés par faits de guerre.

Par dérogation aux dispositions légales limitant les dividendes, les sociétés peuvent distribuer à leurs actionnaires jusqu'à 40 % des bons spéciaux qu'elles détiennent. Elles doivent alors reverser à l'État, à titre de supplément à l'impôt sur les excédents de bénéfices, un nombre de bons égal à la moitié de ceux destinés aux

(1) Pour les différents types de bons en Italie, voir ci-dessus, pp. 146 et suiv.

(2) En 1935, la réquisition des avoirs en valeurs étrangères avait été donné lieu à la remise de bons du Trésor 5 %.

actionnaires. Ces derniers sont admis également à se libérer de leurs impôts directs au moyen des bons qu'ils auront reçus et qui seront repris par le fisc pour leur valeur nominale.

Ce procédé ingénieux s'inspire à la fois du système des comptes d'épargne obligatoire et de celui des bons d'impôt. Il permet, soit d'orienter le pouvoir d'achat vers un emploi jugé souhaitable, soit d'opérer sa résorption définitive grâce à l'amortissement rapide des titres spéciaux.

Un décret-loi du 21 mai 1942, transformé en loi le 14 janvier 1943, a imposé également aux sociétés commerciales de toute catégorie et aux sociétés coopératives dont le capital excède 5 millions de lires, l'achat obligatoire de ces bons du Trésor spéciaux. Elles doivent en principe, au cas de constitution, augmentation de leur capital ou fusion par constitution de sociétés nouvelles, investir en bons 20 % du capital versé en numéraire. Ces titres sont également nominatifs et inaliénables, ne peuvent être transférés que pour cause de mort des personnes physiques ou de dissolution des sociétés ; ils sont émis au pair et portent intérêt à 3 %.

Afin de combattre la faveur dont jouissaient en bourse les valeurs à revenu variable, les acheteurs d'actions devaient également investir en bons 3 % un montant égal au prix de leurs acquisitions. Des formalités extrêmement complexes leur étaient d'ailleurs imposées. Ce nouveau système d'emprunt, destiné beaucoup plus à paralyser certaines opérations de bourse qu'à réaliser une résorption de pouvoir d'achat, a été supprimé tout récemment.

Enfin, le Ministre des Finances a exposé, le 15 mai 1943, devant la Commission des Faisceaux et Corporations, un projet d'« épargne favorisée » dont l'attrait principal réside dans le régime d'achats différés auxquels il donne droit (1).

Les petites et moyennes entreprises agricoles ainsi que les artisans pourraient épargner les sommes qu'ils destinaient normalement à l'acquisition de biens de production ; ils bénéficieraient d'un droit de priorité sur ces mêmes biens après la guerre, lorsque leur fabrication serait reprise. L'opération conclue sur la base

(1) Cette idée n'est d'ailleurs pas nouvelle : en 1938, un système de vente anticipée de voitures automobiles populaires avait été établi en Allemagne et des fonds recueillis.

des prix actuellement en vigueur serait réglée par versements échelonnés, l'État se portant garant de la livraison.

Il a même été envisagé d'étendre ce système aux particuliers. Il pourrait intéresser tous les biens susceptibles d'être acquis par l'épargne privée et correspondant aux besoins du public, depuis les articles d'habillement, les bicyclettes et automobiles, jusqu'à la maison de campagne.

Cette modalité de résorption du pouvoir d'achat excédentaire qui consiste à immobiliser un avoir par l'achat au prix actuel d'un bien dont la livraison est différée, mais garantie, bien que très intéressante, présente de multiples inconvénients.

Il suppose d'abord le maintien absolu du niveau des prix. La responsabilité assumée par l'État dans la livraison l'amène à contrôler strictement la production et la vente des biens dont l'achat est différé. Il peut ainsi se trouver obligé d'imposer un ordre de priorité dans les livraisons qui ne correspondra pas nécessairement à celui que les circonstances rendraient souhaitable.

Aussi, si des mesures de contrainte sont venues renforcer en Italie la politique de résorption du pouvoir d'achat, en exerçant leur action dans le domaine du crédit, les mesures qui auraient eu pour objet d'hypothéquer la production des biens dans l'après-guerre sont-elles demeurées à l'état de projet.

§ 3. — Grande-Bretagne.

Depuis le début de la guerre, la politique britannique de financement a subi une évolution notable. Conçue à l'origine dans le cadre d'une économie libérale, disposant de stocks considérables et d'avoirs à l'étranger très importants, elle cherchait essentiellement à garantir un équilibre entre le facteur biens et le facteur argent, grâce au jeu des éléments traditionnels de sa situation budgétaire. La part des ressources normales dans la couverture de l'ensemble des dépenses publiques était progressivement accrue et passait de 36 % en 1940 à 46 % en 1942 (1).

(1) Budget Speech du 12 avril 1943 prononcé par Sir KINGSLEY WOOD, Chancelier de l'Échiquier. *Bulletin de Législation comparée*, 2^e trimestre 1943.

Elle devait cependant s'inspirer de plus en plus de méthodes de contrainte et faire une large place à l'épargne. Les États-Unis n'exigeant plus le paiement immédiat de leurs livraisons, la Grande-Bretagne allait pouvoir se constituer en économie fermée, selon une formule voisine de celle qui caractérise les autres pays belligérants. Non seulement les divers systèmes de contrôle, en particulier sur les prix, se sont développés, mais l'État a été obligé de prévoir des subventions pour stabiliser les cours des denrées nécessaires à la vie courante ; ces subventions s'élevaient en 1942 à 180 millions de £ par an (1).

Malgré cet effort destiné à protéger les titulaires de revenus fixes modestes, l'indice du prix de la vie a subi une hausse de 30 % par rapport à son niveau d'avant-guerre. Cette hausse des prix, plus considérable encore dans certains secteurs de la vie économique, joue le rôle de stimulant pour la production et de manière générale l'inflation est considérée beaucoup moins comme un danger immédiat que comme une menace possible pour l'après-guerre. Les mesures qui ont été prises afin de faciliter le financement des dépenses publiques devaient avoir essentiellement pour objet d'éviter une accumulation du pouvoir d'achat.

L'importance de la dette publique n'a cessé de s'accroître. Elle s'est élevée de 8 milliards de £ au 1^{er} septembre 1939 à 16,8 milliards de £ environ au 31 mars 1943 (dont 15 milliards 1/2 pour la dette intérieure) et 17,7 au 30 juin 1943 (2). Cependant, la proportion de la dette flottante tend à diminuer dans cet ensemble, alors que la proportion de la dette à long terme s'accroît. La dette flottante représentait au 30 juin dernier 4.250 millions de £ environ.

A côté de cet effort de consolidation, le Gouvernement s'est appliqué à éviter que le pouvoir d'achat soit accumulé, en pratiquant sa résorption par l'utilisation de l'épargne volontaire ou la direction de l'épargne obligatoire.

Il s'est principalement préoccupé d'atteindre la petite épargne et de réduire ainsi la masse des dépenses consacrées à la consom-

(1) Voir note 1, p. 206.

(2) *Revue de Presse allemande* du 11 septembre 1943, p. 6.

mation courante. Une intense propagande a été mise en œuvre au cours de la « campagne des épargnes de guerre » : conférences, organisation des semaines des armes de guerre et des semaines de la flotte, création de cercles d'épargnants... Elle a eu pour effet d'accroître le montant des souscriptions aux titres nouveaux : certificats d'épargne et obligations de la Défense Nationale, et de développer les dépôts de la petite épargne, en particulier auprès des Caisses d'épargne postales.

Les certificats d'épargne sont d'un montant nominal de 1 £ et peuvent être émis en titres représentant 1, 5, 10, 25, 50 ou 100 certificats. Afin qu'ils soient réservés à la petite épargne, une même personne ne peut détenir plus de 500 certificats de 1 £. Les souscriptions sont inscrites sur une « carte de porteur » qui permet d'assurer le contrôle de cette disposition. Les titres ne peuvent en principe être vendus ou transférés entre vifs, mais ils sont remboursables à tout moment sur demande écrite du porteur et au maximum après 10 ans. Ce remboursement s'opère au pair durant la première année et ensuite avec une prime variable, donnant un taux d'intérêt progressif, suivant le temps écoulé depuis l'émission. Elle passe de 1,66 % si le certificat est présenté au bout d'un an, à 3,33 % après 5 ans et à 3,66 % après 10 ans. Cet intérêt est exempt de l'*income tax*.

En fait, cette formule est celle d'un titre à court terme, rémunéré par une prime de fidélité. Le montant souscrit était de 756 millions de £ au 31 mars 1943.

Les obligations de la Défense offrent de plus larges possibilités de placement à l'épargne et sont moins facilement mobilisables. Leur montant nominal est de 5 £ au minimum et une même personne ne peut en posséder pour plus de 1.000 £. Elles comportent un intérêt fixe de 3 % soumis à l'*income tax*. En principe, à échéance de 7 ans, elles peuvent être remboursées par anticipation, avec préavis de 6 mois, au pair augmenté des intérêts courus. Lorsque le remboursement s'opère à l'échéance normale, une prime de 1 % majore les intérêts dus au porteur. Leur montant au 31 mars 1943 était de 555 millions de £.

Les placements qui sont ainsi offerts à la petite épargne sont plus avantageux que ceux dont disposent les établissements finan-

ciers pour utiliser leurs disponibilités à court terme. L'emploi normal est le bon du Trésor de type courant ; les « Treasury Bills » s'élevaient à 2,8 milliards de £ au 31 mars et à 3 milliards environ au 30 juin. Comme pendant l'autre guerre, ils ont été récemment émis à guichets ouverts. Ils prennent de plus en plus dans le portefeuille des banques la place des effets de commerce qui ne représentent guère plus de 10 % des effets en circulation. Mais leur rendement ne ressort qu'à 1 % environ et leurs facilités de mobilisation n'ont pas été modifiées et demeurent par conséquent moindres que celles qui ont été prévues pour les titres placés directement auprès de la petite épargne. Une facilité nouvelle a été offerte aux banques en 1940, c'est la possibilité de faire des dépôts de 6 mois au Trésor au taux de 1 1/8 %. Les « Treasury deposit receipts » représentaient 969 millions au 31 mars 1943.

Ces prêts qui ne peuvent être mobilisés par l'escompte, représentent également un élément de fixation du pouvoir d'achat excédentaire fort intéressant.

Mais sous l'influence des idées de Keynes qui estimait chimérique de croire que l'épargne volontaire serait seule capable de donner à l'État des ressources suffisantes pour qu'il puisse éviter l'inflation, un système d'épargne forcée a été peu à peu appliqué à partir de 1941.

Tout d'abord, le taux de l'*income tax* a été considérablement augmenté et son champ d'application étendu à un plus grand nombre d'assujettis. Mais une partie de l'impôt est versée à un compte créditeur, ouvert à la Banque Postale d'Épargne, au nom de chaque contribuable, et lui sera restituée après la guerre. L'emploi d'une partie des ressources des classes modestes en biens de consommation se trouve ainsi différé jusqu'à la fin des hostilités. Pour l'ensemble des années 1941-1942, les crédits ainsi bloqués au titre de l'*Income tax* s'élèveraient à 300 millions de £ (1).

Un aménagement analogue de l'impôt sur les excédents de bénéfices « Excess Profit Tax » permet de rembourser après la guerre aux contribuables, 20 % des sommes acquittées, sous réserve que

(1) Déclaration du Chancelier de l'Échiquier dans le « Budget Speech » du 12 avril 1943.

ces sommes seront affectées au renouvellement de l'outillage, à la reconstruction et autre emploi profitable pour le pays.

C'est également dans le but de réserver aux entreprises les crédits nécessaires à la restauration de leur appareil de production que la possibilité leur est offerte d'acquérir dès maintenant, avec leurs liquidités inemployées, des bons d'impôt (*Tax Reserve Certificates*). Émis en certificats de 25 £, ils sont normalement reçus en règlement des impôts dus par le porteur dans un délai de 2 mois à 2 ans, l'intérêt servi est alors de 1 %. S'ils n'ont pas été utilisés à cette fin, ils sont remboursables en espèces, mais sans intérêt. Cette disposition est destinée à encourager leur utilisation en paiement d'impôts et par là leur amortissement rapide. Le montant des bons d'impôt s'élevait à 443 millions au 31 mars 1943.

La Grande-Bretagne n'a donc pas poursuivi la résorption du pouvoir d'achat excédentaire par le seul appel à l'épargne volontaire, elle a également utilisé l'épargne forcée (1). Il est certain cependant que cette deuxième formule n'a été jusqu'ici que d'un rendement relativement limité.

Keynes estime qu'il est préférable d'amputer par l'impôt les ressources des classes laborieuses plutôt que de laisser à la hausse des prix le soin de réaliser ce prélèvement. Mais les salaires ainsi bloqués auront seulement leur emploi différé. Les ressources fiscales obtenues après la guerre des autres classes de la société permettront d'en opérer la restitution. De même les bénéfices exceptionnels des entreprises qui ont une activité accrue se retrouveront après la guerre. La libération des sommes bloquées permettra de procurer les crédits nécessaires à la reprise économique. Le problème de la restitution des avoirs ainsi immobilisés se posera pour le Trésor avec acuité, mais Keynes pense qu'il y pourvoira au besoin par un prélèvement sur le capital d'après-guerre.

(1) Sur cette question, voir : A. DETRY. *L'épargne obligatoire. Thèse Paris, 1942.*

§ 4. — Etats-Unis.

Le danger d'inflation aux États-Unis provient essentiellement de l'accroissement considérable des dépenses publiques et du développement des moyens de paiement mis à la disposition des particuliers. Les biens de consommation n'ont pas subi une diminution aussi brutale qu'au cours de la précédente guerre. Les exploitants agricoles craignent encore la surproduction, bien qu'ils doivent satisfaire aux besoins considérables provenant de l'effort de guerre.

Dans un message du 28 avril 1942, le Président Roosevelt définissait les mesures qu'il fallait prendre pour enrayer la hausse du coût de la vie. Elles sont analogues à celles qui ont été appliquées dans les autres pays belligérants. C'est d'abord l'utilisation de tous les moyens de contrôle, afin de stabiliser les prix, en ne faisant qu'un usage limité des subventions pour stimuler la production. C'est également le rationnement des produits rares. Enfin, le renforcement de la fiscalité et l'appel à l'épargne afin de restreindre le pouvoir d'achat excédentaire. Malgré le jeu de ces mesures, le coût de la vie s'est élevé de la base 100 en 1935-1939 à 124 en avril 1943.

La résorption du pouvoir d'achat a cependant été poursuivie par un renforcement de la fiscalité, en particulier des impôts directs, l'institution d'un impôt sur les accroissements de bénéfices et l'élargissement de la base de l'impôt sur le revenu qui atteindra deux fois plus d'assujettis.

La dette publique s'est accrue de façon très importante, s'élevant depuis le début de la guerre de 62 à 135 milliards de \$ au 30 juin 1943. Elle atteindra vraisemblablement 210 milliards de \$ au 30 juin 1944 (1). La dette à court terme serait passée au cours de l'année 1942 de \$ 2.700 millions à \$ 20.800 millions, soit par rapport à l'ensemble de la dette fédérale une proportion de 19 % au lieu de 5 %. Le portefeuille de valeurs du Trésor des banques de crédit aurait sextuplé pendant le même temps et repré-

(1) Message du Président ROOSEVELT au Congrès des États-Unis pour le projet de budget 1943-1944. *Bulletin de Législation comparée*, 1^{er} trimestre 1943.

senterait ainsi 25 % des fonds d'État détenus par ces banques contre 6 % auparavant (1). Le taux d'intérêt est d'ailleurs extraordinairement faible, à raison de l'abondance des disponibilités sur le marché monétaire ; le taux d'escompte des bons du Trésor à 3 mois était de 0,30 % à la fin de l'année 1941.

L'origine des fonds mis à la disposition du Trésor a pu être déterminée approximativement, comme l'indique le tableau suivant représentant le développement de la dette publique fin 1941 et fin 1942 (en milliards de dollars), d'après les différentes catégories de créanciers (2) :

	1941	1942	Augmentation
Banques commerciales. . .	21,8	41,3	19,5
Banques fédérales de réserve.	2,3	6,2	3,9
Caisses d'Épargne. . . .	3,7	4,6	0,9
Compagnies d'Assurances .	8,0	11,0	3,0
Autres créanciers. . . .	18,5	36,3	17,8
Administrations publiques et trusts	9,5	11,2	2,7
Total.	63,8	111,6	47,8

Les chiffres de 1942 montrent une augmentation sensible des placements effectués par les banques commerciales et la catégorie « autres créanciers » dans laquelle sont classés les simples particuliers.

En réalité, le financement des dépenses publiques serait réalisé pour une large part à l'aide de crédits bancaires. L'inflation de crédit permettrait ainsi de couvrir 24 % de leur montant total en 1942, contre 14 % en 1941 (3). Cependant, des mesures ont été prises pour enrayer le développement de cette inflation de crédit. D'une part, le pourcentage des réserves requises des banques membres du système de réserve fédérale a été augmenté d'un septième à compter du 1^{er} novembre 1941. D'autre part, pour éviter

(1) Cité par l'A. G. E. F. I., du 2 avril 1943.

(2) *Revue de Presse allemande* du 6 novembre 1943, p. 5.

(3) *Revue de Presse allemande* du 4 septembre 1943, p. 4.

un développement du crédit à la consommation, les ventes à tempérament qui représentent 10 % de l'ensemble des ventes au détail, ont été strictement réglementées. Mais indépendamment de ces mesures destinées à limiter l'utilisation trop active des dépôts, les autorités financières se sont préoccupées d'orienter la politique d'emprunt de préférence vers le petit épargnant, car c'est le pouvoir d'achat dont il dispose qui est le plus dangereux pour la stabilité des prix.

Déjà le deuxième emprunt à long terme émis en avril 1943 n'avait été souscrit par les banques qu'à concurrence de 5 milliards de \$, soit le tiers environ de son montant total. Il est prévu que le troisième emprunt émis en septembre sera placé de préférence, sans recourir à l'intermédiaire des banques, parmi la clientèle des épargnants.

Cet appel direct à l'épargne est opéré depuis le début de 1941 par l'émission de titres spéciaux : les bons d'impôt et les bons d'épargne.

Les bons d'impôt sont émis en coupures de 25, 50 et 100 \$ pour les petits contribuables, leur taux de rendement est de 1,92 % et, d'autre part, en coupures de 100 à 1 million de \$ pour les gros contribuables, avec un taux de rendement de 0,48 %. Ces bons sont en principe reçus en règlement des impôts, trois mois après leur acquisition. S'ils n'ont pas été utilisés pour acquitter une dette fiscale, ils peuvent être remboursés, mais seulement au prix d'achat et après un certain délai de préavis.

Les bons d'épargne s'adressent d'une manière plus large au grand public, ils ont fait l'objet d'une intense propagande et ont pris un grand essor depuis l'entrée en guerre des États-Unis (1).

Ils comprennent trois types principaux :

1° Les « Defense Savings Bonds » destinés surtout aux petits épargnants (une même personne ne peut en posséder pour plus de 5.000 \$), ils sont émis à 75 % de leur valeur nominale et rem-

(1) L'Institut Gallup avait institué des référendums sur la question de savoir si une partie des salaires devait être placée en bons d'épargne. Cette idée est intéressante, il semblerait opportun avant de lancer un nouveau type de titre public de procéder à des enquêtes par sondage dans le public, afin de déterminer ses chances de succès.

boursables au bout de dix ans. Leur taux de rendement ressort ainsi à 2,90 %.

2° Les bons d'épargne de la série F sont destinés à des placements plus importants puisque leur chiffre limite est fixé à 50.000 \$ par souscripteur. Ils sont émis à 74 % de leur valeur nominale pour une durée de 12 ans, leur taux de rendement ressort à 2,53 %. Ils intéressent surtout les gros épargnants, sociétés, associations, etc...

3° Les bons de la série G s'adressent à cette même clientèle, mais ils sont émis au pair et portent intérêt à 2 1/2 %, payable chaque semestre pendant leur durée qui est également de 12 ans.

Ces divers bons sont nominatifs et présentent le caractère commun de n'être pas négociables. Mais ils peuvent être remboursés à tout moment pour ceux de la première catégorie, après préavis de 30 jours pour ceux des séries F et G. Le montant remboursé est égal au prix d'émission augmenté des intérêts courus. Ces facilités de remboursement les rapprochent donc des titres à court terme.

Afin de toucher même les épargnants les plus modestes, des timbres d'épargne de valeur modique : 10, 25, 50 cents, 1 et 5 \$ furent émis. Ils peuvent être collés sur des carnets qui sont alors échangés contre des bons d'épargne d'égal montant (1).

Le rythme d'émission de ces bons d'épargne qui était de 300 millions de \$ par mois en 1941 s'est élevé à 4 milliards de \$ pour les mois de mai et juin 1942. D'après des informations de presse, il semble que leur montant atteignait 15 milliards à la fin de 1942.

Bien qu'aucun plan d'épargne forcée n'ait encore été mis en application aux États-Unis, une campagne de propagande très active est menée auprès des salariés. Certaines entreprises d'armement songent à retenir une partie des salaires versés aux ouvriers et à leur restituer cet avoir après la guerre, lorsque l'arrêt des fabrications d'armement fera craindre le chômage. L'aménage-

(1) Sur les caractéristiques de ces divers titres dont une intense propagande, avec la collaboration de nombreuses organisations, tend à développer le placement. Voir *Bulletin de Législation comparée*, 2^e trimestre 1942, pp. 456 et suiv.

ment du régime des assurances sociales, par l'extension des risques couverts, l'augmentation des catégories d'assujettis et le relèvement du taux des cotisations, a permis également de développer l'épargne obligatoire. Les fonds ainsi recueillis contribuent d'ailleurs au financement des dépenses publiques puisqu'ils doivent être placés en bons du Trésor.

Par le jeu de ces divers moyens, une certaine résorption du pouvoir d'achat est obtenue et en même temps les particuliers sont invités à se constituer une réserve liquide susceptible d'être utilisée en cas de besoin après la guerre, soit pour compenser une diminution de revenus, soit pour se prémunir contre les risques de chômage. De même les entreprises sont incitées à profiter des bénéfices actuels pour rembourser leurs dettes et assainir leurs bilans, afin de pouvoir mieux résister à la crise d'après-guerre.

Alors que les pays européens s'attendent à un essor économique lors de la cessation des hostilités, et songent à s'y préparer, l'effort de production particulièrement intense des États-Unis, réalisé loin des zones de destruction, fait craindre que l'activité présente soit considérablement ralentie, avec le retour aux conditions de paix. Le problème de la restitution du pouvoir d'achat se présente dans ces conditions sous un aspect très différent et il est vraisemblable que les autorités américaines songent à le résoudre par le règlement des créances sur l'étranger.

CONCLUSION

L'accroissement considérable des charges publiques obligea la plupart des États à obtenir du crédit une grande partie des ressources qu'exigeait leur politique financière.

De façon générale, le secteur réservé aux émissions privées s'est trouvé restreint, les capitaux disponibles ont été de plus en plus drainés vers les Caisses publiques pour servir à la réalisation d'œuvres d'intérêt collectif. L'État s'est donc progressivement assuré la maîtrise du crédit, en contrôlant les institutions qui le dispensent, en perfectionnant aussi les modalités techniques de cette distribution. Parfois il a été amené ainsi à diriger fermement l'épargne, mais parfois, comme c'est le cas en France, il a tenu à maintenir aux détenteurs la libre disposition de leurs capitaux, afin que la force d'expansion du crédit demeure intacte et puisse être utilisée à son profit.

Le bon du Trésor, particulièrement souple et bien adapté à cette inquiétude psychologique qui n'a cessé, depuis le début du ^{xx}^e siècle, d'inspirer des migrations et transformations de richesses, a été techniquement perfectionné afin de pouvoir capter cette force mouvante et l'utiliser pour satisfaire en toutes circonstances aux besoins de l'État. D'abord simple moyen de Trésorerie, destiné à permettre une adaptation des ressources fiscales aux dépenses budgétaires, il a été amené à couvrir des besoins exceptionnels et au cours des deux guerres complétant ou suppléant l'emprunt à long terme, il a servi de procédé de financement. Enfin, ses possibilités infinies d'adaptation l'ont fait utiliser avec succès dans le circuit économique de l'époque présente pour résorber le pouvoir d'achat excédentaire.

Il présente le gros avantage de pouvoir réussir largement dans notre pays là où d'autres formes d'emprunt plus rigides ou plus complexes échouent irrémédiablement. Il procure des ressources

à un faible taux et son développement même considérable n'hypothèque pas l'avenir de charges incompressibles lourdes et rigides qui peuvent être difficilement conciliables avec la situation économique du pays.

Mais il présente le grave inconvénient d'être temporaire et instable. L'expérience des années qui ont suivi la guerre de 1914-1918 fait craindre que des difficultés analogues surgissent au terme du présent conflit, entraînant une déconsolidation rapide de la dette à court terme. En réalité, ce problème sera lié à celui plus général de la transformation économique dans l'après-guerre.

Il sera plus que jamais nécessaire, semble-t-il, de maintenir un équilibre entre la masse des biens consommables et le pouvoir d'achat disponible. Les contraintes du circuit ne devront pas être allégées trop rapidement, il conviendra de procéder à une décompression progressive de l'économie. Ainsi les possibilités d'emploi au service d'activités privées productives ne renaîtront-elles que progressivement, permettant à l'État de suppléer à l'insuffisance qui pourra en résulter pour les ressources qu'il obtenait à court terme.

Il sera nécessaire évidemment d'encourager, dans toute la mesure du possible, l'accroissement de l'effort productif, afin d'obtenir au maximum, des biens ayant une réalité économique.

Mais, en même temps, l'État devra adopter une politique financière audacieuse et énergique. Il serait souhaitable que l'on puisse rompre avec les méthodes qui ont permis, au milieu des vicissitudes graves, le retour à la vie normale après l'autre guerre. La France réalise ce paradoxe d'être un pays riche dans lequel l'État est pauvre, parce que perpétuellement endetté ; les charges incompressibles se transmettent presque sans diminution notable d'une guerre à l'autre, de 1870 à 1914, de 1918 à 1939.

Il paraît nécessaire de ne pas étaler désormais l'amortissement de la dette sur une trop longue période. Cette méthode présente l'inconvénient de paralyser durant de longues années l'activité du pays par des charges fiscales écrasantes. Elle ne permet pas à la politique budgétaire de s'exercer avec la largeur de vues qui serait nécessaire, afin d'obtenir la réalisation d'œuvres nationales de grande ampleur.

La politique financière de l'après-guerre devra donc s'attacher à résoudre par la déflation le problème du pouvoir d'achat excédentaire. A cet effet, il conviendra de revenir dès que possible à une notion plus exacte de l'équilibre entre les ressources et les charges. La nécessité d'effectuer un prélèvement sévère sur les accroissements en capital, réalisés depuis le 1^{er} septembre 1939, semble ainsi s'imposer. Sa réalisation sera techniquement difficile. Elle supposera la mise en œuvre rapide de mesures de contrôle de tous les avoirs : valeurs mobilières, immeubles, comptes en banque, estampillage des billets. Malgré la rapidité d'exécution, l'économie pourra éprouver quelques troubles, mais ils paraissent négligeables à côté des charges constantes qui devraient sans cela lui être imposées durant de longues années.

Ce geste d'ailleurs ne manquera pas d'entraîner des réactions psychologiques favorables. Il prouvera la fermeté d'une politique financière tendant à assurer un redressement rapide. Les stocks en valeurs refuges ne manqueront pas de se trouver ramenés au niveau des prix courants en baisse, supprimant ainsi les profits que les spéculateurs avaient cru mettre à l'abri de tout événement.

Partiellement remboursée avec les rendements fiscaux obtenus, la dette flottante sera facilement consolidée, et de toutes façons moins dangereuse. La confiance des porteurs sera un élément très suffisant, car l'on peut dire que la consolidation est souvent inutile et même inopportune parce qu'onéreuse, lorsqu'elle a des chances de réussir pleinement dans le public.

L'existence d'un marché monétaire assez vaste et bien défendu techniquement, sera à cet égard un élément de réussite sur lequel les gouvernants de 1926 n'avaient pas pu compter.

Ainsi une certaine stabilité des prix pourra être maintenue à la fois par l'accroissement progressif de l'effort de production qui augmentera le stock de marchandises consommables et par la réduction de la masse de pouvoir d'achat disponible. La valeur interne de la monnaie ne manquera pas d'ailleurs de servir de base à la fixation de sa valeur externe, dans le cadre vraisemblablement d'accords d'alignement monétaire internationaux.

Il faudra alors résoudre l'éternel problème de l'emploi de la

monnaie dans l'économie, de la liberté ou de la contrainte des activités privées et de l'orientation de la politique financière.

A l'interrogation posée par le Professeur Wageman au début de son ouvrage : « D'où vient tout cet argent ? », le Docteur Walther Funk, Ministre de l'Économie du Reich, Président de la Reichsbank, résumant en quelques mots les développements de cette étude, répondait : « Tout cet argent vient de beaucoup de travail... Il signifie qu'on a créé du travail et de la production ». Ainsi se trouvaient dissipées toutes les illusions chimériques qui avaient pu abuser l'observateur inattentif.

Mais il faut déjà se demander non plus d'où il vient, mais plutôt où va l'argent dans l'économie et comment il pourra être réellement utilisé dans l'avenir.

Bien que la technique financière offre désormais des possibilités plus complètes, les procédés techniques utilisés ne pourront être efficaces que s'ils sont dirigés par une volonté politique capable d'adapter son action à la grandeur de la tâche qu'il faudra accomplir.

Mais quelle que soit l'habileté des gouvernants, rien ne peut dispenser un peuple d'accomplir l'effort cohérent nécessaire au salut commun.

VU :

Le Doyen,

GEORGES RIPERT.

VU :

22 Novembre 1943.

Le Président,

HENRY LAUFENBURGER.

VU ET PERMIS D'IMPRIMER :

Le Recteur de l'Académie de Paris,

GILBERT GIDEL.

I. — SITUATION DES BUDGETS DE 1870 A 1938

Exercices		Recettes		Dépenses		Excédents		Déficits	
1870	.	3.071.924.666,09		3.071.924.666,09		»		»	
1871	.	3.216.177.030,71		3.042.446.977,74		173.730.052,97		»	
1872	.	2.496.792.711,82		2.578.709.993,13		»		81.917.283,31	
1873	.	2.679.350.093,84		2.724.482.658,48		»		44.932.564,64	
1874	.	2.518.464.322,05		2.582.878.602,28		»		64.414.280,23	
1875	.	2.705.358.451,21		2.626.868.028,97		78.490.422,24		»	
1876	.	2.778.351.801,00		2.680.146.977,38		98.204.823,62		»	
1877	.	3.795.985.121,93		2.732.173.813,09		63.811.308,84		»	
1878	.	3.171.115.574,94		3.108.758.696,02		62.356.878,92		»	
1879	.	3.250.947.633,71		3.154.740.448,76		96.207.184,95		»	
1880	.	3.405.941.475,04		3.306.104.213,63		99.837.261,41		»	
1881	.	3.608.778.476,95		3.582.416.374,02		26.362.102,93		»	
1882	.	3.580.486.565,46		3.686.650.040,97		»		106.163.475,51	
1883	.	3.577.441.890,25		3.715.366.616,60		»		137.924.726,35	
1884	.	3.385.501.066,10		3.538.714.028,11		»		153.212.962,01	
1885	.	3.320.262.613,30		3.466.923.058,68		»		146.660.445,38	
1886	.	3.169.425.487,34		3.293.561.814,80		»		124.136.327,46	
1887	.	3.243.883.565,56		3.260.964.639,15		»		17.081.073,59	
1888	.	3.267.790.799,89		3.220.594.183,53		47.196.616,36		»	
1889	.	3.271.325.672,26		3.247.131.879,83		24.193.792,43		»	
1890	.	3.375.761.427,81		3.287.908.973,31		87.852.454,50		»	
1891	.	3.364.014.677,67		3.258.171.024,46		105.843.653,21		»	
1892	.	3.370.415.415,25		3.380.355.174,36		»		»	
1893	.	3.366.409.499,17		3.450.920.594,99		»		9.939.759,11	
1894	.	3.458.320.575,22		3.479.975.191,12		»		84.511.095,82	
1895	.	3.416.117.017,66		3.434.020.477,16		»		21.654.615,90	
1896	.	3.436.128.380,72		3.444.855.511,38		»		17.903.459,50	
1897	.	3.528.077.949,12		3.523.516.590,35		4.561.358,77		8.727.130,66	
1898	.	3.619.946.887,58		3.527.535.605,03		92.411.282,55		»	
1899	.	3.656.814.462,98		3.589.420.965,34		67.393.497,64		»	
1900	.	3.814.943.660,32		3.746.959.081,44		67.984.578,88		»	
1901	.	3.576.051.989,94		3.701.709.966,20		»		»	
1902	.	3.582.492.120,05		3.699.327.593,44		»		125.657.976,26	
1903	.	3.667.558.779,97		3.597.228.319,60		»		116.835.473,39	
1904	.	3.739.049.691,06		3.638.527.481,80		70.330.460,37		»	
1905	.	3.766.346.807,61		3.706.838.853,48		100.522.209,26		»	
1906	.	3.837.000.186,87		3.852.009.439,53		59.507.954,13		»	
1907	.	3.968.367.130,88		3.880.746.263,97		88.106.86—8—		15.009.252,66	

1909	4.140.912.960,56	4.186.090.462,86	»	45.177.502,30
1910	4.273.890.789,23	4.321.918.609,54	»	48.027.820,31
1911	4.689.045.845,37	4.547.915.740,88	»	»
1912	4.857.491.193,19	4.742.756.093,90	»	»
1913	5.091.744.959,01	5.066.931.220,89	»	»
1914 (Département du Nord)	50.602.941,29	56.517.413,91	»	5.014.472,62
1914	4.548.571.359,06	10.065.374.790,53	»	5.516.803.431,47
1915	4.130.670.655,36	20.925.242.209,59	»	16.794.571.644,23
1916	5.251.815.771,07	28.113.434.161,95	»	22.861.618.390,28
1917	6.942.510.033,06	35.319.944.346,62	»	28.377.434.313,56
1918	7.620.819.994,60	41.896.711.302,97	»	34.275.891.308,37
1919	13.281.954.243,885	39.970.111.719,90	»	26.688.157.476,015
1920	22.504.950.395,945	39.644.484.282,88	»	17.139.533.886,935
1921	23.570.284.179,19	32.845.556.195,22	»	9.275.272.016,03
1922	35.426.139.809,90	45.187.482.220,39	»	9.761.342.410,49
1923	26.487.181.440,11	38.293.083.852,02	»	11.803.902.411,91
1924	35.389.972.275,85	42.510.636.724,07	»	7.120.664.448,22
1925	34.768.116.408,32	36.275.038.071,45	»	1.506.921.663,13
1926	43.064.299.578,46	41.976.248.889,72	1.088.050.688,74	»
1927	46.085.944.834,066	45.360.539.333,28	725.405.500,726	»
1928	48.177.377.371,35	44.247.920.259,48	3.929.457.111,87	»
1929	64.268.359.884,72	58.849.523.463,28	5.418.836.421,44	»
1930-1931	50.793.987.252,37	55.711.631.013,78	»	4.917.643.761,41
1931-1932	47.943.875.799,30	53.427.896.106,56	»	5.484.020.307,26
1932	36.038.033.717,63	40.666.459.521,50	»	4.628.425.803,87
1933	43.436.049.685,73	54.944.596.878,09	»	11.508.547.192,36
1934	41.070.287.057,81	49.882.988.721,54	»	8.812.701.663,73
1935	39.485.304.426,40	49.868.151.698,01	»	10.382.847.271,61
1936 : budget ordinaire	38.676.486.657,035	46.450.228.284,00	»	7.773.741.626,975
Fonds d'armement	217.003.313,94	9.338.825.673,58	»	9.121.822.359,64
1937 : budget ordinaire	44.224.165.092,25	50.039.990.840,89	»	16.895.563.986,615
Compte des Investissements	226.706.088,57	15.604.525.928,87	»	5.815.825.748,64
1938 : budget ordinaire	54.605.825.551,77	63.499.211.911,11	»	15.377.819.840,30
Compte des Investissements	46.961.451,33	18.845.624.107,03	»	21.193.645.588,94
Totaux	972.413.069.825,731	1.263.525.220.656,36	12.957.353.426,466	8.893.386.359,34
Excédent des dépenses sur les recettes au cours de la période de 1870 à 1938				18.798.662.655,70

Nota. — Les paiements sur exercices clos et périmés sont rattachés, non à leur exercice d'origine, mais à l'exercice en cours au moment de l'ordonnement.

II. — SITUATION DE LA DETTE PUBLIQUE

A. — *Montant en capital* (en milliards de francs).

	Total de la dette intérieure	Dettes flottantes
1910	33,1	de 1 à 7
1911	33,4	
1912	33,1	
1913	33,6	
1914	38,4	
1915	49,7	17
1916	73,9	24
1917	98,4	38
1918	143,1	70
1919	204,7	101
1920	232,1	108
1921	250,8	de 90 à 80
1922	243,1	
1923	268,7	
1924	264,7	
1925	288,5	94
1926	294,4	de 93 à 37
1927	284,8	
1928	273,3	
1929	265,4	
1930	264,8	
1931	269,4	de 41 à 87
1932	291,1	
1933	300,7	
1934	321,4	
1935	340	
1936	357,4	
1937	393,1	
1938	420	
1939	469,5	126
1940	696,2	356
1941	868,6	513
1942	1.071,5	682

B. — *Charge des intérêts.*
 Dette intérieure. Charges annuelles
 (en milliards de francs).

1910 : 1	1921 : 10	1932 : 9
1911 : 1	1922 : 11	1933 : 9
1912 : 1	1923 : 10	1934 : 11
1913 : 1	1924 : 10	1935 : 11
1914 : 1	1925 : 14	1936 : 10
1915 : 2	1926 : 15	1937 : 13
1916 : 3	1927 : 13	1938 : 13
1917 : 4	1928 : 13	1939 : 15
1918 : 5	1929 : 15	1940 : 20
1919 : 6	1930 : 12	1941 : 21
1920 : 8	1931 : 11	1942 : 22

C. — *Taux d'intérêt des crédits à court terme en France
 et dans quelques pays étrangers (1)*
 (moyennes décennales).

	Allemagne	France	Angleterre	Etats-Unis	Hollande
1831-1840	4,04	4,00	3,84	9,60	2,8
1841-1850	3,73	4,10	3,29	8,00	3,1
1851-1860	4,70	4,16	4,10	8,50	3,1
1861-1870	4,80	3,95	4,11	7,10	3,9
1871-1880	3,40	3,76	2,95	6,30	3,5
1881-1890	2,92	3,17	2,72	5,19	3,1
1891-1900	3,03	2,53	2,07	4,45	3,0
1901-1910	3,33	3,05	3,12	4,87	3,5
1911-1920	—	4,55	4,14	4,94	4,3
1921-1930	5,95	5,00	3,88	4,57	4,2
1931-1940	3,64	2,35	1,17	0,57	2,7

(1) Étude du Bureau central des Statistiques des Pays-Bas, publié par l'A. G. E. F. I., du 30 septembre 1943.

BIBLIOGRAPHIE

OUVRAGES GÉNÉRAUX

- AFTALION (A.). — *Monnaie, Prix et Change. Expériences récentes et théorie.* Sirey, 1940.
- ALLIX (E.). — *Traité élémentaire de Science des Finances et de Législation financière française*, Rousseau et C^{ie}, 1931.
- BAUDIN (L.). — *La Monnaie et la Formation des prix*, tome VI du *Traité d'Economie politique* d'H. TRUCHY. Sirey, 1936.
- BONNET (G. E.). — *Les expériences monétaires contemporaines*, Armand Colin, 1929.
- *La Politique monétaire anglaise d'après-guerre. Thèse Paris*, 1923.
- GAUBOUÉ (P.). — *Banque et Problèmes bancaires du temps présent*, Presses Universitaires de France, 1942.
- CAGNEUL (R.). — *Le bon de la Défense nationale. Son rôle économique.* Thèse Paris, 1924.
- DESMURS-MOSCET (G.). — *La Monnaie d'occupation. Thèse Paris*, 1942.
- DETRY (A.). — *L'Épargne obligatoire. Thèse Paris*, 1942.
- FOURGEAUD (A.). — *La dépréciation et la revalorisation du mark allemand et les enseignements de l'expérience monétaire allemande*, Payot, 1926.
- GERMAIN-MARTIN. — *Le problème financier 1930-1936*, Domat Montchrestien, 1936.
- *Les Finances publiques de la France et la Fortune privée (1914-1925)*, Payot, 1925.
- GRIGORESCO. — *La politique des bons du Trésor pendant la guerre. Thèse Paris*, 1922.
- GRUNIG (F.). — *Le Circuit économique*, trad. franç., Payot, 1937.
- HUET (M.). — *La structure des emprunts depuis la fin des hostilités, dans ses rapports avec la politique financière générale de la France.* Thèse Paris, 1935.
- JEAN (H.). — *L'État Banque de Dépôt. Thèse Toulouse*, 1929.
- KEYNES (J. M.). — *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, trad. franç., Payot, 1942.
- LACHAPELLE (C.). — *Le crédit public*, Berger-Levrault, 1932.
- *Les Finances de la III^e République*, Flammarion, 1937.
- *Les Finances britanniques*. Sirey, 1920.
- LAUFENBURGER (H.). — *Le Commerce et l'organisation des Marchés.* Tome V du *Traité d'Economie Politique* publié sous la direction d'H. TRUCHY, Sirey, 1938.

- *Les Banques françaises*, 1940.
- *L'Économie allemande à l'épreuve de la guerre*, Librairie de Médecis, 1940.
- *Précis d'Économie et de Législation financières* : Tome I, Revenu et Impôts, Sirey, 1941.
- — Tome II, Dette Publique et Richesse privée, Sirey, 1942.
- — Tome III, Budget et Trésor, Sirey, 1943.
- MASSÉ (J.). — *Le Bon de la Défense Nationale et la conduite financière de la guerre. Son rôle en tant que monnaie*. Thèse Paris, 1925.
- MARCZEWSKI (J.). — *Politique monétaire et financière du III^e Reich*, Thèse Paris, 1941.
- MENDES-FRANCE (P.). — *L'œuvre financière du Gouvernement Poincaré*, 1928.
- MOLIEUX (F.). — *Le système monétaire français. Son évolution depuis 1936*. Thèse Paris, 1942.
- MOREAU-NERET (O.). — *Les valeurs mobilières*, 2 vol. Sirey, 1939.
- *Le contrôle des prix en France*, Sirey, 1941.
- NOGARO (B.). — *La monnaie et les phénomènes monétaires contemporains*, Giard, 1924.
- *Problèmes contemporains de Finances publiques. Equilibre budgétaire et finances de guerre*. Domat-Montchrestien, 1940.
- PAOLO THAON DI REVEL. — *Les Finances en temps de guerre*, Rome, 1942.
- PETIT (L.) et DE VEYRAC (R.). — *Le Crédit et l'organisation bancaire*, Sirey, 1938. Tome VII du *Traité d'Économie Politique*, publié sous la direction d'H. TRUCHY.
- PIET BERTON DE LESTRADE (R.). — *Le Financement des dépenses de la guerre 1939-1940*. Thèse Paris, 1942.
- POINCARÉ (R.). — *L'œuvre financière et économique du Gouvernement* (Discours à la Chambre des Députés des 2 et 3 février 1928), Berger-Levrault.
- POSE (A.). — *La Monnaie et ses institutions*, 2 volumes. Presses Universitaires de France, 1942.
- RIST (C.). — *La déflation en pratique*. Marcel Giard, 1924.
- *Les Finances de guerre de l'Allemagne*, Payot, 1921.
- SAUNIER (J.). — *Le Trésor et les Banques*. Thèse Paris, 1934.
- SOLANET (P.). — *La Caisse des Dépôts et Consignations*, Sirey, 1943.
- SUZET (F.). — *Le Marché monétaire*. Thèse Paris, 1935.
- TROTABAS (J.). — *Les Finances publiques et les impôts de la France*, Armand Colin, 1937.
- TRUPÉL (R. J.). — *Le système bancaire anglais et la place de Londres*. Thèse Paris, 1933.
- VIGREUX (P. B.). — *De la Monnaie à l'Économie en France*, Librairie générale de Droit et de Jurisprudence, 1938.
- WAGEMAN (E.). — *La stratégie économique. Principes généraux de politique économique*, trad. franç., Payot, 1938.
- *D'où vient tout cet argent ?*, trad. franç., Plon, 1941.

PÉRIODIQUES

Bulletin de Législation Comparée.
Bulletin Quotidien d'Études et d'Information économiques.
Finances Françaises.
Revue de l'Économie Contemporaine.
Revue Économique Internationale.
Revue d'Économie, Politique.
Revue Politique et Parlementaire.
Revue de Science et de Législation financières.
Revue de Presse allemande.
Rapports annuels de la Banque des Règlements Internationaux.

*
* *

Agence Économique et Financière.
Journal de la Bourse.
Le Temps.
Les Nouveaux Temps.
La Vie Industrielle.

TABLE DES MATIÈRES

INTRODUCTION	I
--------------------	---

PREMIÈRE PARTIE

LE BON DU TRÉSOR — MOYEN DE TRÉSORERIE

CHAPITRE PREMIER. — Le titre	7
§ 1. — Nature de l'effet	7
§ 2. — Taux du prêt	10
§ 3. — Montant du titre	12
§ 4. — Facilités de mobilisation	13
CHAPITRE II. — L'acheteur	19
§ 1. — Entreprises industrielles et commerciales	20
§ 2. — Sociétés d'assurance, d'épargne et de capitalisation.	22
§ 3. — Les Banques	24
§ 4. — Les organismes de caractère public	28
CHAPITRE III. — Le vendeur	33
§ 1. — Le bon et les autres ressources de Trésorerie	33
§ 2. — Le bon et la Trésorerie avant 1914	35
§ 3. — Les besoins de la période d'entre deux guerres	37
CHAPITRE IV. — Le marché	42
§ 1. — Caractères généraux.....	42
A. — Le marché monétaire	42
B. — Le taux de l'intérêt	46
§ 2. — L'organisation du marché des bons en France....	48
A. — Les Banques et les opérations rotatives.....	49
B. — Le rôle des Sociétés de réescompte	51
C. — La Banque de France et ses moyens de contrôle.	54
§ 3. — Le système anglais	56
§ 4. — Éléments d'une réforme en France.....	61

DEUXIÈME PARTIE

LE BON DU TRÉSOR — PROCÉDÉ DE FINANCEMENT

LIVRE PREMIER

Le Financement de la guerre 1914-1918.

CHAPITRE PREMIER. — En France	71
SECTION I. — <i>Les données du problème</i>	71
§ 1. — Les conséquences de l'évolution politique précédente.	71
§ 2. — Situation résultant de la guerre	72
SECTION II. — <i>La solution</i>	73
§ 1. — Le bon du Trésor et les autres procédés de financement	74
§ 2. — Le bon de la Défense Nationale	80
CHAPITRE II. — Le financement à l'étranger	89
SECTION I. — <i>En Allemagne</i>	89
§ 1. — La situation lors de la déclaration de guerre	89
§ 2. — Le bon du Trésor comme procédé de financement..	90
§ 3. — L'abus du papier-monnaie	93
SECTION II. — <i>En Angleterre</i>	94
§ 1. — La mobilisation financière	94
§ 2. — L'impôt et l'emprunt	95
§ 3. — Le jeu de l'inflation de crédit	98

LIVRE II

Le retour à l'économie de paix.

CHAPITRE PREMIER. — En Angleterre : revalorisation intégrale..	101
§ 1. — L'objectif à atteindre	101
§ 2. — La gestion financière	102
§ 3. — La déflation	103
CHAPITRE II. — En Allemagne : dépréciation de la monnaie....	105
§ 1. — Le legs du passé	105
§ 2. — Les Finances publiques et la dépréciation monétaire.	106
§ 3. — La création d'une monnaie nouvelle et ses conséquences	109

CHAPITRE III. — En France : stabilisation avec perte de valeur ..	112
§ 1. — Les vicissitudes du rétablissement	112
§ 2. — Les dangers de la dette flottante	114
§ 3. — La stabilisation monétaire	117
§ 4. — L'aménagement de la dette publique	119

LIVRE III

Le Financement au début de la deuxième guerre mondiale.

CHAPITRE PREMIER. — L'expérience française en 1939-1940....	124
§ 1. — Le bon du Trésor et le bon d'armement	127
§ 2. — Le bon du Trésor et le mécanisme des paiements..	132
§ 3. — Les autres procédés de financement	138
§ 4. — Le financement en 1914-1918 et en 1939-1940..	141
CHAPITRE II. — Les conceptions différentes à l'étranger.....	144
§ 1. — Utilisation du crédit à moyen terme : Italie	145
§ 2. — Emprunt à long terme : Japon	148
§ 3. — Formes originales d'effets à court terme en Allemagne	152

TROISIÈME PARTIE

LE BON DU TRÉSOR — INSTRUMENT D'UN ÉQUILIBRE ÉCONOMIQUE

CHAPITRE PREMIER. — Le circuit en période de guerre	163
§ 1. — Caractères de l'économie en temps de guerre....	163
§ 2. — Le circuit économique	165
§ 3. — Le circuit monétaire	168
CHAPITRE II. — L'organisation du circuit en France.....	174
§ 1. — Schéma d'ensemble du fonctionnement du circuit..	174
§ 2. — Les contrôles de fermeture et les éléments incontrôlables	178
§ 3. — Le Bon et la résorption des disponibilités excédentaires	183
§ 4. — Les autres procédés de résorption	192
§ 5. — Le degré de fermeture du circuit	196

CHAPITRE III. — Le bon du Trésor et la résorption du pouvoir d'achat à l'étranger	199
§ 1. — Allemagne	199
§ 2. — Italie	203
§ 3. — Grande-Bretagne	206
§ 4. — États-Unis	211
CONCLUSION	216
ANNEXES	220
BIBLIOGRAPHIE	225

LIBRAIRIE GÉNÉRALE
DE DROIT ET DE JURISPRUDENCE
Paris — N° 9
Dépôt légal : 1^{er} trim. 1944

Imprimé
en France

Autorisation
N° 25963

BARNÉOUD FRÈRES ET C^{ie}
Imprimeurs 31.0566
Laval (Mayenne)
N° 87 — 3-1944

